البورصات

الأستاذ الدكتور
محمد الصيرفى

٢٠٠٧

دار الفكر الجامعى
٣٠ شارع سوتير - الاسكندرية
ت : ٤٨٤٣١٣٢

إسـم الكتـاب : البورصات

المؤلــف : محمد الصيرفى

الناشــر : دار الفكر الجامعى

٣٠ شارع سوتير - الاسكندرية - ت : ٤٨٤٣١٣٢ (٠٣)

E.Mail : dar-elfikrelgamie@hotmail.com.

الطبعــة : الأولى

سنة الطبع : ٢٠٠٦

رقم الايداع : ١٧٥٢٤ / ٢٠٠٦

رقم الدولى : 977 - 379 - 041 -1

المطبعــة : شركة الجلال للطباعة - العامرية.

عزيزى القارئ

إذا أردت أن تعالج معضلة فحللها إلى قضايا بسيطة وابدأ بحلها افرادياً مبتدئاً بأكثرها أهمية .

بسم الله الرحمن الرحيم

واعلموا انما غنمتم من شيء فإن لله خمسه وللرسول ولذي القربى واليتامى والمساكين وابن السبيل ان كنتم أمنتم بالله وما أنزلنا على عبدنا يوم الفرقان يوم التقي الجمعان والله على كل شيء قدير (٤١) .

صدق الله العظيم
سورة الأنفال

الفهرست

تقديم

مما لا شك فيه أن أى وحدة من الوحدات الانتاجية العاملة فى قطاع الأعمال سواء كانت مؤسسة فردية أو شركة أشخاص أو شركة مساهمة ، وسواء كانت مؤسسة خاصة أو عامة تحتاج - عند القيام بنشاطها الانتاجى والخدمى - إلى موارد مالية تفوق إمكاناتها وقدراتها الذاتية ، ولذا فليس من المستغرب أن نجد أن الغالبية من الشركات الصناعية والتجارية والخدمية تعمل بحجم يفوق مواردها الذاتية ، وتكون بذلك فى حاجة إلى وسيلة لتمويل هذه العمليات والنشاطات .

ويمثل سوق المال « المصدر الأساسى » لإمدادها بوسائل التمويل ، ولذا قد يطلق تعبير « سوق المال » على جميع المنظمات التى تقوم بطريق مباشر أو غير مباشر بمرحلة أو أكثر من مراحل التوسط بين المقرضين والمقترضين ، وبناء على ذلك يمكن اعتبار البنوك بأنواعها المختلفة ، وشركات التأمين، والمؤسسات الإدخارية ، سوق الأوراق المالية جزءاً من سوق المال .

وتعتبر أسواق الأوراق المالية أحد العناصر الهامة فى مصفوفة الشبكة المالية ، ويجب أن نأخذ فى الحسبان أنها تتكون من نوعين من الأسواق وهما :

١- الأسواق الأولية Primary Markets (أسواق الإصدار) :

فالسوق الأولية هى تلك السوق التى يكون بائع الورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها أى أن المنظمة هى البائعة لهذه الأوراق -فمثلاً إذا أصدرت شركة الاتصالات المصرية أسهمًا إضافية - فهذه الأسهم تطرح للإكتتاب لأول مرة فيما يسمى بالسوق الأولية Primary Markets ، حيث تحصل الشركة على صافى المتحصلات من هذا الإصدار .

وتتصف عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية ، وغير متكررة ، وإذا

رغب المستثمر الذى اكتتب فى أسهم الشركة بيع هذا السهم - فإن البائع للسهم فى هذه الحالة مستثمر آخر غير الشركة التى أصدرت الأسهم لأول مرة ، حيث تتم فيما يسمى بالسوق الثانوية The Secondary Markets .

٢- الأسواق الثانوية Secondary Markets (أسواق التداول) :

هى تلك السوق التى يتم فيها التعامل فى الأسهم والسندات التى سبق إصدارها وتم تداولها بين المستثمرين ، فمثلاً إذا رغب مستثمر الحصول على ١٠٠ سهم من أسهم شركة I B M من بورصة نيويورك (NYSE) - فقيمة هذه الأسهم لا تذهب إلى الشركة وإنما إلى بائع هذه الأسهم وهذا يعنى أن التعامل بين المستثمرين ولا دخل للشركة فى عملية التداول والتغيير الذى طرأ على إصدار شركة I B M هو التغيير فى حملة الأسهم .

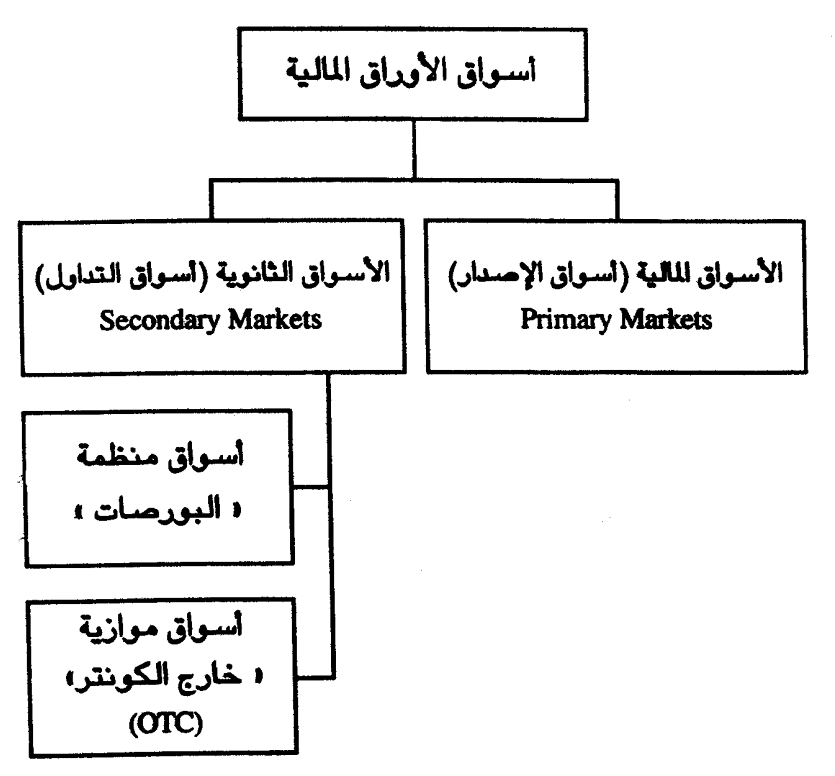
والأسواق الثانوية تتكوّن من :

أ- أسواق منظمة « البورصات » .

ب- أسواق موازية « خارج الكونتر (OTC) (١) .

وذلك كما يعكسها الشكل التالى :

(١) د. محمد سويلم - إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية - بدون ناشر ، بدون سنة نشر ص ٢٧١ وما بعدها .



والآن تذكر :

١- **السوق الأولية :** يتم فيها بيع الأسهم والسندات الجديدة والبائع الشركة المصدرة لهذه الأوراق .

٢- **السوق الثانوية :** يتم فيها التعامل فى الأوراق المالية بين المستثمرين ولا علاقة للشركة بذلك .

ونحن فى الصفحات التالية سوف نحاول إلقاء الضوء على البورصات ما لها وما عليها غير انه قبل أن تبدأ نقدم لك عزيزى القارئ بعض المفاهيم والتعاريف التى تساعدك على فهم ما يكتب وتيسر لك سبل التعامل مع البورصات » (١) .

---

(١) د. محمد سويلم – إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية – بدون ناشر ، بدون سنة نشر ص ٢٧١ وما بعدها .

١- الأسواق المالية :

هى مكان إلتقاء عرض الأموال « المدخرين » بالطلب عليها «المستثمرين » ، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة .

٢- سوق الأوراق المالية :

هى سوق مستمرة ثابتة المكان تقام فى مراكز التجارة والمال فى مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة ومساعديهم للتعامل فى الأوراق المالية وفقاً لنظم ثابتة ولوائح محددة .

كما يمكن القول بأنها « أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات فى ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على الأوراق المالية وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين فى هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع » .

٣- أسواق النقد :

وهى الأسواق التى تنتقل فيها الأموال من خلال أدوات مالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية مثل الودائع وأذون الخزانة وشهادات الإيداع القابلة للتداول والقبولات المصرفية والأوراق التجارية .

٤- أسواق أولية :

يسمى السوق الأولى أو سوق الإصدارات وهى السوق التى تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب الأول فيها أو بين المقترض والمقرض فهى سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى إستثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل وتترجم فيها العلاقة عن طريق خلق أوراق أو إلتزامات مالية لم تكن موجودة فى السابق .

٥- أسواق ثانوية :

يسمى بالسوق الثانوى وسوق التداول حيث يتم فيها تداول هذه

الأوراق بعد الإكتتاب فيها من قبل المستثمرين ، أى بين حامل هذه الأوراق أو بين مستثمر أخر بالبيع والشراء ويكون محلها استثماراً قائماً من قبل .

٦- **الأوراق المالية :**

والتى تعنى بها صكوك الأسهم والسندات التى تصدرها الشركات والبنوك أو الدولة أو غيرها من الهيئات العامة ، وهى إن كانت صكوكًا تمثل حقًا نقدياً قابلاً للتداول إلا أنها تخرج من عداد الأوراق التجارية لأنها صكوك طويلة الأجل تصدر لمدة حياة الشركة وذلك فيما يتعلق بالأسهم أو لمدة عدد محدد من السنوات فيما يتعلق بالسندات مما يجعلها عرضة لتقلب الأسعار فى السوق تبعًا للظروف الاقتصادية ، ويستحيل معها خصمها لدى البنوك ويجعلها تبعًا لذلك عاجزة عن الحلول محل النقود فى المعاملات .

٧- **السهم :** عبارة عن صك يمثل حصة فى راس مال شركة مساهمة أو إحدى شركات الأموال .

٨- **السند :** عبارة عن صك يمثل ديناً على الهيئة التى أصدرته ، ويعتبر صاحب السند دائناً لهذه الهيئة له حق فى مواجهتها مضمون بجميع ممتلكاتها .

ويمكن أن نوضح فى الجدول الآتى الفروق بين السهم والسند :

السهم	السند
١- جزء من رأس مال الشركة	١- دين على الشركة .
٢- حامل السهم شريك فى الشركة بقدر رأسماله .	٢- حامل السند دائن للشركة بقيمة السند .
٣- ربح السهم متغير حسب متاجرة الشركة ، وقد يكون هناك خسارة .	٣- ربح السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة .
٤- حامل السهم له الحق فى الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العمومية .	٤- حامل السند ليس له الحق فى الإدارة .
٥- حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع فى البورصة ، أو عند تصفية الشركة، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده فهو قابل للزيادة أو للنقصان .	٥- حامل السند يسترد رأسماله فى الموعد المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل .
٦- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقى بعد سداد جميع الديون .	٦- حامل السند يكون له الأولية فى الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو حالة التصفية .

٩- سمسار البورصة :

السمسار شخص ذو دراسة وعلم وكفاءة فى شئون الأوراق المالية، ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال بورصة الأوراق المالية ، وفى المواعيد الرسمية المقدرة لها ، ولحساب العملاء مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشترى ، ويعتبر السمسار مسئولاً

وضامناً لصحة كل عملية تم تنفيذها بيعًا للشراء ، ويشترط فى السمسار ان يكون مؤهلاً علمياً والا يقل عمره عن خمسة وعشرين عاماً ، وان يكون متمتعاً بالأهلية القانونية ، والا يكون قد سبق اشهار افلاسه ، والا يكون قد سبق الحكم عليه بالإدانة فى جناية أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة أمانة أو تزوير أو مخالفة قوانين النقد ، إلا إذا كان قد رد إليه اعتباره والا يكون قد حكم عليه بالوقف أو الغرامة بصفته ملحقاً بأحد مكاتب السمسرة، والا يشتغل بأى أعمال تجارية غير أعمال البورصة.

١٠- المندوب الرئيسى :

هو موظف يعمل بأجر عند أحد السماسرة ويكلف بمعاونته وتنفيذ الأوامر فى المقصورة ولا يجوز أن يشتغل إلا باسم السمسار الذى يتبعه ولحسابه وتحت مسئوليته ولا يجوز للمندوب الرئيسى أن يكون طرفاً فى العمليات التى يعقدها السمسار ولا أن يعمل لحسابه .

١١- الوسيط :

هو اداة الاتصال بين العميل والسمسار المقيد لديه ويحصل على حصة من العمولة لا تجاوز نصف المحصل عن العمليات المعقودة بواسطته ، وهو مسئول أمام السمسار عن العمليات المعقودة بواسطته . والوسيط عن الخسارة الناتجة من أية عملية يعقدها لأى سبب كان بنسبة ما يتقاضاه من عمولة .

١٢- العاملون بمنطقة الاتصال :

عملهم هو الاتصال بالعملاء بالتليفون لابلاغهم بالأسعار وتطوراتها وتنفيذ أوامرهم وتلقى الأوامر الجديدة .

١٣- نشرة الأسعار الرسمية :

من أهم مميزات البورصات هى اشهار المعاملات التى تتم بها .

ولذلك تقوم لجنة البورصة بإصدار نشرة الأسعار بعد كل يوم عمل أو جلسة فى البورصة على أن توزع فى اليوم التالى .

وفى الجزء الأول من النشرة توجد الأوراق التى حصل عليها تعامل فى اليوم السابق وحركة الأسعار عليها حتى الاقفال . وبذلك يستطيع العملاء الذين لا يتمكنون من الاتصال بالوسطاء والسمسارة أو الذين يريدون المقارنة ودراسة مدى الاقبال على أى نوع من أنواع الأسهم دراسة حالة السوق عامة من صعود أو هبوط كما تمكنهم من معرفة مجهود السمسار الذى نفذ لهم عملياتهم فلا يكون أدنى سعر فى حالة البيع مثلاً .

وفى الجزء الثانى من النشرة إيضاح مفصل عن كل الأسهم المقيدة بالبورصة فتبين عدد الأسهم المصدرة من كل نوع وقيمته الاسمية وأخر كوبون دفع وأعلى وأدنى سعر فى فترة سنة كاملة وهذه البيانات بلا شك تفيد المستثمرين فى المقارنة بين عائد كل سهم ونسبته إلى غير ذلك من المعلومات التى تهم المشتغلين بالأوراق المالية . وكذلك لا بد للمستثمر من معرفة رقم الكوبون المرفق بالأسهم فإذا كان الكوبون المستحق غير مرفق يمتنع عن تسليم الأسهم .

كذلك حتى يسهل على أى فرد الاطلاع على نشرة الأسعار فقد قسمت إلى أقسام فالقروض والسندات الحكومية وسندات الشركات قسم وكذلك كل نوع من أنواع الشركات مثل شركات الأراضى وشركات النقل وشركات التعدى وشركات الغزل إلى أخره كل فئة مجمعة على حدة .

ولكى نسهل عليكم قراءة نشرة الأسعار الرسمية نوضح بعض المصطلحات التى قد تصادف قارئ النشرة.

١- ب. ك : أى بعد الكوبون أى أن السعر المذكور والمقيد هو سعر السهم بعد أن دفعت الشركة للمساهمين الأرباح السنوية المستحقة عليه ومن يشترى هذا السهم ليس له الحق فى أرباح السنة السابقة .

٢- ق ت : قبل التوزيع أى أن الشركة ستقوم بتوزيع أسهم جديدة سواء مجانية أو مدفوعة .

٣- ب ت : بعد التوزيع وهى عكس الحالة السابقة .

٤- ب : بائع أى أن السعر المقيد والظاهر بسعر المعروض به السهم للبيع وليس السعر الحقيقى للسهم الذى يتحقق عند تلاقى البائع والمشترى عند سعر معين . ففى هذه الحالة يكون السهم معروض للبيع بسعر أقل عن آخر سعر اقفال ومع ذلك لم يقابل سعر البيع سعر مشترى .

٥-م : مشترى أى أن السعر المقيد والظاهر هو الذى أعلن المشترى بأنه يشترى به وهو اكثر من سعر آخراقفال ولكن لم يظهر بائع يرغب البيع بهذا السعر . وبالتالى لم تتم أى عملية فعلية بهذا السعر .

٦- ( ) : كل عملية تتم فى البورصة تكون على عدد ٢٥ سهم ومضاعفاتها ، فإذا كان عدد الأسهم أقل من ذلك سميت قطع صغيرة ووجب عند قيد سعرها أن يوضع بين قوسين لأنه ليس السعر الرسمى الحقيقى .

٧- ※ : هذه العلامة توضع لاظهار أنه قد تمت عدة عمليات على نوع معين من الأسهم بنفس السعر .

٨- * : علامة الوردة تدل على أن هذه العملية والسعر المقيدة به هى عملية تزاوج أى أن العميل المشترى هو فى نفس المكتب ويجب أن يكون سعر القيد فى مثل هذه العمليات هو نفس السعر الذى قيدت به عمليات سابقة فى نفس الجلسة وسعر الاقفال السابق إن لم تكن هناك عمليات على هذا السهم فى نفس الجلسة أو سعر أعلى طلب معلن على لوحة الأسعار .

٩- **أسهم مقيدة بالجدول المؤقت** : هذه الأسهم لشركات اثبتت جدارتها ولكن لم تستكمل شروط القيد .

- عملية واحد

= عمليتين

≠ تدل على عدة عمليات بنفس السعر

Δ قيمة الكوبون المدفوع عن سنة ونصف

(ب ك ا) بدون كوبون اسمى ولم يجر عليها تعامل بعد صرف الكوبون

(ق . . س) قبل السحب

(ق . ز) قبل زيادة رأس المال .

(ب . ز) بعد زيادة رأس المال .

(م $\frac{١}{٤}$) مدفوع الربع .

(م $\frac{١}{٢}$) مدفوع النصف .

(م $\frac{٣}{٤}$) مدفوع الثلاثة أرباع القيمة الاسمية

$ دولار

(جـ . ك) جنيه استرلينى

(ف . ف) فرنك فرنسى .

(ف . ب) فرنك بلچيكى

(ف . س) فرنك سويسرى

(ف . هـ) فلورين هولندى

(م . أ) مارك المانى .

(ص) إصدار

(ك . ن) كورونا نرويجى .

١٤- القروض بضمان أوراق مالية :

القروض بضمان أوراق مالية هى نوع من أنواع التسهيلات الائتمانية التى يمنحها البنك لعملائه من المستثمرين وبيوت الأوراق المالية مقابل أسهم وسندات ، بشرط أن تودع هذه الأوراق طرف البنك

وترهن رهناً حيازياً لصالح البنك ضماناً لقيمة القرض ، ويشترط فى الأوراق المقدمة للبنك للحصول على قرض ضمانها أن تكون مدرجة فى الجدول الرسمى لأسعار بورصة الأوراق المالية ، وحرصًا من البنوك على أمواله وكذلك تفادياً لأية مخاطر ينبغى التحقق من ملكية المتقدم للحصول على القرض للأوراق المالية التى يحوزها ، وفى حالة الأسهم الاسمية ينبغى أن يكون اسم المالك موضحاً عليها وفى هذه الحالة يجب اخطار الشركة المصدرة لسهم بما يفيد أن الأوراق المالية المذكورة مودعة طرف البنك على سبيل الرهن الحيازى ضماناً للقرض حتى لا تقوم الشركة المصدرة بنقل ملكيتها إلى أى شخص أخر قبل موافقة البنك كتابة ، أما بالنسبة للأسهم لحاملها تثبت الملكية عن طريق فاتورة الشراء ، أو مستند التخصيص الصادر من الشركة المصدرة للأسهم ، أما بالنسبة للقيمة التسليفية قد يتم تحديدها على أساس نسبة من القيمة الاسمية للورقة أو على أساس نسبة من القيمة السوقية للورقة حسب الأحوال .

١٥- محفظة الاستثمارات :

محفظة الاستثمارات عبارة عن الأوراق المالية التى يحتفظ بها البنك أو المستثمر سواء كان فرداً أو منظمة ، وتتكون من أسهم وسندات لشركات متعددة بالاضافة إلى ما تحويه المحفظة من أذون الخزانة ، وذلك حتى يمكن للمستثمر مالك المحفظة الاقلال من درجات المخاطرة التى يمكن أن تقع فيما لو ركزت المحفظة على أسم شركة معينة ، وهذه المحفظة - بالنسبة للبنك - تمثل أصلاً من الأصول المتداولة التى يمكن للبنك تحويلها إلى سيولة نقدية سريعة .

١٥- مصرفى الاستثمار :

هى منظمة تقوم بشراء وبيع أسهم المستثمرين لصالح المنظمات ومن الخطأ تسميتها بنك ، فهى لا تقبل الودائع ولا تمنح القروض ، ومن الخطأ اعتبارها سمساراً فهى لا تشترى أو تبيع مقابل عمولة ، وإنما يشترى ويبيع ويتحمل الخسارة ، أى أن وظيفة مصرفى

الاستثمار الأساسية هى مساعدة مصدرى الأوراق المالية الأولية الجديدة فى توزيع هذه الأوراق ، وعادة ما تكون عملية البيع مضمونة بضمان الاكتتاب ، وعلى ذلك فإن مصرفى الاستثمار يقوم فى الحقيقة بالبيع وفى نفس الوقت ضمان البيع للأوراق المالية المصدرة أى أنهم يقومون فى تاريخ الاصدار بشراء الأوراق المالية التى يقومون بتسويقها إذا ما فشلوا فى بيعها فى نفس تاريخ الشراء ، كما يقوم مصرفى الاستثمار - بخلاف شراء وبيع الأوراق المالية المصدرة - بتقديم كافة الخدمات الاستشارية وخدمات متعلقة بالاستثمارات المالية وتمويل بعض عمليات الاقراض العقارى .

١٦- الشركات المدرجة :

وهى الشركات أو المؤسسات الصناعية أو الخدمية التى تم تسجيلها فى السوق المالى ويتم تداول أسهمها فى السوق المالى .

والآن هيا بنا عزيزى القارئ إلى ..

البورصات المفهوم والأنواع .

الفصل الأول
الأســـواق

أولاً : معنى السوق :

السـوق فى اللغة : هو مـوضع البـيـاعـات . وقـيـل : هى التى يُتعـاملُ فيها ، وسـميت السـوق بذلك لأن التـجارة تُجلب إليهـا ، وتُساقُ المبيعات نحوها (1) .

جـاء فـى المعـجم الوجـيـز « السـوق هـو الموضع الذى يُجلبُ إلـيـه المتاع والسـلع للبيع والإبتياع » (2)

وفى الإصطلاح : يعرف السـوق بأنه « اسـم لـكل مكانٍ وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع (3)

وعند الاقتصاديين : هـو المكان الذى تتجه إليه البضائع بمـختلف أنواعهـا ، حيث يتم مـبادلتـها أو بيـعهـا أو اسـتـهلاكهـا . وهـو المكان الذى يتم فيه نقل ملكية السلع (4) .

« أى انه المكان الذى يلتـقى فـيـه البـائع والمشـترى لـتبـادل سلـعـة أو خدمة معينة » . والتعريف يوضح أمرين هما

أ- مكان .

---

(1) لسان العرب ، لابن منظور ، 6/435 ، 436 طبعة دار إحياء التراث العربى مؤسسة التاريخ العربى – بيروت الطبعة الثالثة 1419هـ – 1999م

(2) المعجم الوجيز ، ص 329 ، طبعة وزارة التربية والتعليم

(3) فتح البارى بشرح صحيح البخارى ، لابن حجر ، 4/342 تحقيق / محمد فؤاد عبد الباقى ، محب الدين الخطيب ، طبعة دار المعرفة - بيروت 1379هـ

(4) أ/ احمد محيى الدين حسن : عمل شركات الاستثمار ص 7 طبعة بنك البركة الإسلامى ، البحرين ، الطبعة الأولى 1407هـ

ب- مجال التداول ليس سلعة فقط بل خدمة أيضاً ، فتقديم العمل مجال للسوق والخدمة الطبية مجال للسوق ، وخدمة المحامى مجال للسوق ، وهكذا ... ونظراً للتطور التكنولوجى فى الإتصالات بظهور الفاكس والتلكس والتليفون الدولى المباشر وخدمة الخط الساخن وخدمة المؤتمر التليفونى ، أصبح المكان كركن من أركان السوق أقل أهمية ، فيمكن عمل صفقة بالتلكس أو بالفاكس أو الإنترنت بين طوكيو والقاهرة ، وبين لندن والاسكندرية وهكذا ، ونسمع عن السوق العالمى للبترول فى لندن وفى نيويورك ويتحدد السعر دون تواجد ممثلى كل الدول المنتجة للبترول .

وعلى ذلك فقد إتسع نطاق السوق، فنجد السوق المحلى ، والسوق الدولى ، ولكن تبقى الخاصية المميزة للسوق وهى « **تواجد مجموعة من البائعين ومجموعة من المشترين يرغبون فى بيع وشراء سلعة أو خدمة** » .

ثانياً : عناصر السوق Elements of the market (١) :

لابد من توافر ثلاث عناصر فى السوق هى :

أ- الطرف البائع :

وهو الشخص الطبيعى أو الإعتبارى (المحل أو الشركة) الذى يعرض السلعة أو الخدمة للبيع بسعر معين يرى أنه يغطى تكاليف الإنتاج مع تحقيق هامش ربح مجزى .

ب- الطرف المشترى :

وهو الشخص الطبيعى (فرد) أو المعنوى (محل أو شركة) الذى يرغب ولديه القوة الشرائية فى شراء سلعة أو خدمة معينة بسعر معين يرى أنه يتناسب مع المنفعة والإشباع الذى يحصل عليه من إستهلاك السلعة أو الخدمة .

---

(١) أ. محمود أمين زويل - بورصات الأوراق المالية - دار المعرفة للطباعة والنشر ، الاسكندرية ٢٠٠٠ ، ص ٢٤ وما بعدها .

ج- السلعة أو الخدمة :

وهى الشئ المادى محل التبادل أو الخدمة المعنوية محل التبادل ويرغب الطرف البائع فى بيعه ويحتاج إليه الطرف المشترى لشرائه .

وغياب أى عنصر من هذه العناصر الثلاث يبطل قيام السوق ، فقد يتواجد الطرف الأول « البائع » والطرف الثالث (السلعة أو الخدمة) دون أن يتوافر الطرف الثانى « المشترى » ومن ثم لا يمكن أن تتم الصفقة ، كما قد يتوافر الطرف الثانى « المشترى » ويكون لديه القوة الشرائية دون توافر الطرف الأول والثالث فكيف تتم الصفقة ؟

ثالثا : أنواع الأسواق :

هناك تقسيمات عديدة للأسواق وفقًا للمعايير المستحدثة فى التقسيم وذلك على النحو التالى :

أ- أنواع الأسواق من حيث طبيعة السلعة :

توجد أسواق لمختلف أنواع السلع ولمختلف أنواع الخدمات وذلك على الوجه التالى :

١- سوق المال والنقد Capital & Money Markets :

سوق المال هو السوق الذى يتعامل فى القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل وتسمى أسواق راس المال Capital Market ويتم ذلك عن طريق إصدار السندات مثل سندات البنك العقارى والسندات التى تصدرها بعض الشركات المساهمة ، والسند يعتبر جزء من قرض طويل الأجل أو متوسط الأجل يحق لحامله أن يحصل على فائدة ثابتة سنوياً فهو يمثل مجالاً للإستثمار تتوافر فيه الأمان ولكن سعر الفائدة يكون متواضعاً نسبياً مثل سندات البنك العقارى وتكون لمدة عشر سنوات . ومن أمثلة سوق المال طويلة الأجل كذلك إصدار أسهم الشركات المساهمة بأنواعها عادية وممتازة ... ومكان هذه السوق بيعاً وشراء هو بورصة الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيها من خلال سماسرة يمثلون البائع أو المشترى ويتحدد سعر أوراق المالية

(الأسهم والسندات) في البورصة وفق العرض والطلب ، وتعرض الأسعار يومياً بالسوق وتعلن وبالصحف .

وقد يكون التعامل في البورصة بالجنيه المصرى أو الدولار أو أى نقد أجنبى ، حيث توجد بعض الأسهم وبعض السندات بالعملات الأجنبية .

أما سوق النقد فهى السوق التى تتعامل في القروض قصيرة الأجل مثل أذون الخزانة ومدتها ٣ شهور أو ٦ شهور وتصدرها وزارة الخزانة ويكون معدل فائدتها مرتفعًا (١) نسبيًا مما يشجع على الإستثمار فيها وتلجأ الحكومة إلى إصدار أذون الخزانة في حالة التضخم أى وجود كميات وافرة من السيولة في السوق دون إستثمار مع إتجاه تصاعدى في الأسعار وهذا ما اتبعته مصر خلال عام ١٩٩٣ كخطوة من خطوات الإصلاح الإقتصادى ، أما إصدار أذون الخزانة بهدف تمويل العجز في الموازنة ونفقات الحكومة فهذه سياسة غير صحية وينبغى الإقلاع عنها . ويتم تداول أذونات الخزانة بيعاً وشراء عن طريق البنك المركزى المصرى وفروعه .

٢- سوق العمل Labour Markets :

يأتى العرض في هذه السوق من العمال أو أصحاب المهن ، ويأتى الطلب من جانب أصحاب الأعمال والراغبين في توظيف وتشغيل هؤلاء العمال أو أصحاب المهن .

وفى الدول المتقدمة يمثل العرض (البائع) إتحادات العمال والنقابات العمالية والنقابات المهنية ، بينما يمثل الطلب (المشترى) رجال الأعمال وإتحاد الصناعات والمنتجين .

---

(١) طبقًا لبيانات مركز المعلومات ودعم إتخاذ القرار برئاسة مجلس الوزراء متوسط أسعار الفائدة على أذون الخزانة ٨,٨٥٪ بينما أسعار الفائدة على الودائع متوسطة الأجل من ٢ - ٣ سنوات ٨,٧٥٪ وعلى الودائع طويلة الأجل - أكثر من ٧ سنوات -٧٪- ؛ الأهرام الإقتصادى ؛ العدد (١٥٩٥) ١٩٩٩/٨/٢.

والإعلان بالصحف عن وكالة تطلب موظفين أو عمال هو وسيلة للتعبير عن هذه السوق ، وقد تدخلت الدولة لتنظيم هذه الوكالات وأصبحت تزاول نشاطها بموجب تراخيص رسمية بشروط معينة وذلك حماية للعمالة ، كما ان الإعلان عن طلب وظيفة هو صورة ايضاً من وسائل التعبير عن سوق العمل .

٣- سوق السلع Commodity Market :

قد تكون سوق جملة أو سوق تجزئة وهى السوق المألوفة لنا لجميع أنواع السلع مثل سوق الجملة والتجزئة للخضر والفاكهة (سوق العبور بالقاهرة ، والوكالة بالحضرة بالاسكندرية) ومثل سوق الجملة والتجزئة للسمك، ومثل سوق الجملة والتجزئة للأقمشة بمنطقة شارع التتويج وشارع فرنسا ومن أمثلة أسواق التجزئة سوق الصناعات الجلدية (أحذية وحقائب) وسوق الملابس الجاهزة ، وسوق الماشية ، وسوق الجمال ، وما يعرف بسوق الجمعة وسوق الثلاثاء فى بعض قرى الريف والحضر معاً .

ومن امثلة الأسواق متعددة الأغراض السوبر ماركت .

٤- سوق الخدمات Services Market :

ومن أمثلة هذه السوق سوق خدمة ميكانيكى السيارات ، وخدمة كهربائى السيارات ، وسوق خدمة الأدوات الصحية ، وخدمات الديكور وأعمال النقش ، وخدمة إصلاح الراديو والتليفزيون ... الخ .

ب- أنواع الأسواق من حيث توحيد السعر

Types of Markets from Unified Price Point of View :

تنقسم الأسواق من حيث إمكانية تحديد سعر موحد للسلعة إلى نوعين كما يلى :

١- السوق الكاملة Complete Market :

هى السوق التى يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة وشروط السوق الكاملة توافر العناصر التالية :

* وجود عدد كبير من البائعين وعدد كبير من المشترين بحيث لا يستطيع أحدهم بائعاً أو مشترياً بمفرده أن يؤثر على سعر السوق .

* سهولة وتوافر الإتصالات بين أطراف السوق مما يحقق علم كل من البائع والمشترى بما يجرى فى السوق مما يستتبع أن البائع لا يبيع إلا بأعلى سعر مطلوب فى السوق ، وبالمثل المشترى لا يشترى إلا بأقل سعر معروض بالسوق .

* تجانس وحدات السلعة المعروضة بالسوق بحيث لا يوجد تفاوت بين ما يعرضه أحد البائعين وبين ما يعرضه بائع آخر وبالتالى لا توجد « علامات تجارية » " Trade Marks " إذ أن العلامة التجارية توحى بأن السلعة لها مواصفات لا تتوافر فى سلعة شبيهة تؤدى إلى إشباع متقارب ، ولكن بعلامة تجارية أخرى ولها مواصفات أخرى . ويترتب على التجانس عدم طلب بائع معين سعر مميز لسلعته على أساس أنها مميزة عن غيرها من السلع .

* سهولة نقل السلعة من مكان لآخر بمعنى أنه إذا كان السعر مرتفعاً فى مكان ما من السوق ومنخفضاً فى مكان آخر فإن السلعة تنتقل من المكان ذى السعر المنخفض إلى المكان ذى السعر المرتفع فيزداد العرض منها مما يؤدى فى النهاية إلى توحيد السعر .

* يكون عنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع وبالنسبة للمشترى فلا يهم البائع لمن يبيع ولا يهم المشترى ممن يشترى ، فعنصر إنخفاض السعر المعروض هو الذى يجذب المشترى للشراء وعنصر إرتفاع السعر هو الذى يحفز البائع للبيع . فإذا لم يتوافر شرط من الشروط السابقة لا يحدث « كمال السوق » .

ويؤكد الواقع العملى أنه لا توجد السوق الكاملة التى تتوافر فيها جميع هذه الشروط ولكن أقرب الأسواق الكاملة هى بورصة الأوراق المالية ومثل سوق مينا البصل للقطن فى الماضى ،

وتتخذ الآن خطوات عودة هذه السوق كما كانت وترفع الدولة يدها تمامًا عن تسويق القطن ، كما ستعود بورصة العقود للقطن الأمر الذى يمكن كبار المزارعين من بيع أقطانهم سلفاً قبل النضج التام دون مخاطر. والمسألة مسألة وقت فهو طريق قطاع الأعمال الخاص فى جميع المجالات الذى اصبح سياسة جديدة تتبناها الدولة . ومن أمثلة السوق القريبة من السوق الكامل بورصة الأوراق المالية وسوق الذهب الداخلى فى مصر .

٢- السوق غير الكاملة Uncomplete Market :

يؤكد الواقع العملى أن النمط الشائع لأغلبية الأسواق هى السوق الغير كاملة لعدم توافر جميع الشروط السابقة فيها . إذ من غير المعقول انه لشراء قميص أن يزور الشخص جميع المحلات التى تعرض نفس النوعية للحصول على أقل الأسعار ، أى أن العلم التام بالسوق أمر مستحيل إلى حد كبير بسبب تباعد محال البيع بالتجزئة وعدم تركزها فى مكان واحد ، بالإضافة إلى ذلك فإن بعض المشترين متعودين على الشراء من محل معين حتى لو باع بأسعار أعلى .

وفى هذه السوق الغير الكاملة نجد أن للإعلان أثراً كبيراً جداً على سلوك المستهلك فقد يدفع الإعلان الشخص إلى شراء السلعة بينما يوجد فى السوق بديل كامل عنها أقل سعراً (لاحظ أثر الحملة الإعلانية لمنتجات الشمعدان والكوكا كولا) .

وهكذا فالسوق الغير كاملة يسودها أسعاراً متفاوتة فى السلعة الواحدة .

وهذا ما نلاحظه فى حياتنا اليومية عند شراء مستلزمات المعيشة من مأكل ومشرب وملبس .

جـ- أنواع الأسواق من حيث درجة المنافسة

: Types of Markets from Degree of Competition Point of View

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأسواق من حيث توافر درجة المنافسة هى :

١- سوق المنافسة الكاملة Complete Competition Market :

يتحدد السعر فى سوق المنافسة الكاملة بفعل قوى العرض والطلب ، ويفترض فى هذه السوق توافر الشروط التالية :

* وجود عدد كبير من البائعين والمشترين .

* لا يوجد تواطؤ أو إتفاقيات بأى صورة من الصور بين البائعين أو بين المشترين .

* تجانس السلعة محل التعامل .

* حرية دخول البائعين والمشترين من وإلى السوق فى أى وقت .

* توافر وسهولة الإتصالات الكاملة بين البائعين والمشترين .

فالسعر فى سوق المنافسة الكاملة من معطيات السوق ويستطيع البائع بيع أى كمية يريدها كما أن المشترى يستطيع أن يشترى أى كمية يرغبها ، طالما أن السعر يناسب المنفعة والإشباع الذى يحصل عليه من كل وحدة من السلعة .

ومن أمثلة هذه السوق إلى حد كبير بورصة الأوراق المالية وسوق الجملة للخضر والفاكهة ، وسوق الغزل وسوق الجلود.

٢- سوق الإحتكار التام Complete Monoploy Market :

تتحقق هذه السوق بوجود بائع وحيد يؤثر فى سعر السوق ويشترط تحقيق ركنين :

* وجود منتج أو بائع واحد .

* لا يوجد للسلعة المعروضة للبيع بديل كامل يحل محلها .

ومع توافر هذين الشرطين يسيطر المحتكر تمامًا على السوق ، فمن حيث سيطرته على الكمية المعروضة يستطيع أن يغرق السوق بها وتسمى « سياسة الإغراق » "Dumping Policy" كما يحدث أحيانًا من دول الشرق الأقصى الصناعية (تايوان ، هونج كونج ، ...) من إغراق الأسواق ببضائع (رغم أن لها بديل كامل) بأسعار لا يمكن منافستها

وبالتالى تتجه الأسعار إلى الإنخفاض حتى فى السلع المنافسة البديلة ، وعن طريق سياسة الإغراق يسيطر البائع على السوق ويستحوز على جميع المشتريات لمنتجاته . كما يستطيع المحتكر أن يقبض يده ويقتر فى المعروض من السلعة فتتجه الأسعار إلى الإرتفاع الشديد بإفتراض وجود طلب عليها (طلب غير مرن) .

ويلاحظ ان المحتكر يستطيع أن يؤثر إما فى الكمية أو السعر ، ولا يمكن ان يؤثر فى الاثنين معاً .

ومن امثلة سوق الإحتكار التام الكهرباء والمياه والإتصالات (تليفون، تلكس ، فاكس) .

٣- سوق المنافسة غير الكاملة

: Uncomplete Competition Market

يندر وجود سوق المنافسة الكاملة أو سوق الإحتكار التام فى غير الأمثلة التى اوردناها وذلك لأسباب كثيرة منها :

* عدم التجانس التام بين السلع المباعة وشيوع العلامات التجارية فى السلع البديلة ، فكل منتج يحاول أن يضيف ميزة معينة لسلعته ليجعلها اكثر جذباً للعملاء .

* يستطيع البائعون أو المشترون أن يتحدوا أو يتجمعوا مما يحد من حدة التنافس أو يعطيهم ميزة إحتكارية بإقتسام الأسواق .

* يؤكد الواقع العملى انه من المستحيل دخول منتج جديد فى مجال معين بسبب ضرورة إستثمار رأس مال ضخم أو بسبب السياسات السعرية المعادية للمنتجين القدامى .

* وجود حق إستغلال براءة إختراع يمنع دخول منافسين جدد ، اللهم إذا تم إختراع آخر افضل من الأول .

* ترى الدولة إحتكار خدمات الكهرباء والمياه والإتصالات والمواصلات بالسكة الحديد أو قيام شركات محتكرة بهذه الخدمات .

* منح حق استغلال بعض الموارد الطبيعية لعدد محدود من

الشركات مثل حق التنقيب عن البترول والغاز ، وحق التنقيب عن الذهب .

٤- أنواع الأسواق المنافسة غير الكاملة
: Types of Uncomplete Competition Market

يوجد نوعان من أسواق المنافسة غير الكاملة :

* ***سوق المنافسة الإحتكارية Monopoly Competition Market***

حيث يوجد عدد كبير من البائعين والمشترين ولكن السلعة موضع التبادل غير متجانسة ، يسود فيها العلامات التجارية مما يجعل كل سلعة متميزة بناحية معينة مثل سوق التجزئة .

* ***سوق منافسة القلة Small Competitors Market***

حيث يقل عدد البائعين بحيث تمثل الكمية المعروضة لكل منتج نسبة كبيرة من المعروض الكلى فى السوق ، كما يتميز بوجود عدد كبير من المشترين . وتكون المنافسة التامة بين البائعين فى هذه السوق - إذا حدثت - مدمرة ، فتخفيض أى منتج للسعر للإستحواذ على السوق يؤدى إلى أن يقوم باقى المنتجين بسلوك نفس المسلك مما يؤدى إلى نشأة حرب الأسعار - كما فى السوق العالمى للبترول ولذلك يتحد غالبية منتجى السلعة (الأوبك) ويتفقوا على سعر معين منعًا لحرب الأسعار .

كفاءة السوق[1] :

السوق الكفؤ هو ذلك السوق الذى يحقق تخصصًا كفئًا للموارد المتاحة ، أى توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً . يعتبر السوق كفؤ عندما تكون القيمة السوقية للسهم مساوية إلى قيمته الحقيقية ، أى :

---

(١) د. ضياء مجيد - البورصات - مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ، ٢٠٠٥ ، ص ٩٠٨ .

$$\text{ق} = \frac{\text{مجـ}}{\text{س} = 1} = \frac{\text{ت س}}{(1 + \text{م})^{\text{س}}}$$

حيث (ق) تمثل القيمة السوقية للسهم وهى تعادل قيمته الحقيقية، (ت) تمثل التوزيعات السنوية ، (م) تمثل معدل العائد المطلوب على الإستثمار والذى يكفى للتعويض عن المخاطر التى ينطوى عليها الإستثمار فى السهم .

وبعبارة اخرى تتحقق كفاءة السوق عندما تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه - والمخصومة بمعدل عائد على الإستثمار يكفى لتعويض المستثمر عن المخاطر - تساوى تماماً القيمة السوقية للسهم يوم شرائه .

لكن كيف تتحقق كفاءة السوق (١) :

فى ظل السوق الكفء يصعب على أى مستثمر ان يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين نظراً لتوافر المعلومات وانتشارها بسرعة بينهم - وهذا يعنى عدم وجود فاصل زمنى بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين التواصل إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم - يحدث تغيير فورى فى السعر .

ماذا يقصد بالكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية ؟

الكفاءة الكاملة : بمعنى عدم وجود فاصل زمنى بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم ، حيث يحدث تغيير فورى فى السعر ، ومن ثم لا يتاح لأى مستثمر فرصة لا تتاح لغيره - وتتحقق الكفاءة الكاملة .

فى ظل توافر شروط هى :

١- توافر المعلومات للكافة وبدون تكلفة بحيث تكون توقعات المستثمرين واحدة .

---

(١) د. عبد الغفار حنفى - البورصات - مرجع سبق ذكره ، ص ١٧٧ .

٢- لا يوجد أى قيود على التعامل مثل الضرائب وتكاليف التعاملات الأخرى .

٣- وجود عدد كبير من المستثمرين وبذلك لا تؤثر تصرفات البعض منهم تأثيراً ملموسًا على أسعار الأسهم - أى أن الأسعار المعلنة هى قضية مسلمة بها .

٤- يتصف المستثمرين بالرشد أى أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة.

قد يتحقق **الشرط الأول** - حيث تتوافر المعلومات للكافة سواء المنشورة أو غيرها وبتكاليف لا تذكر - ولكن **الشرط الثانى** لا يتحقق حيث قد تعتبر هذه التكاليف عقبة فى ابرام بعض الصفقات . أما فيما يتعلق **بالشرط الثالث** - حيث تدل الشواهد على أن ما بين ٧٠٪ إلى ٧٥٪ من المعاملات التى أبرمت خلال العشر سنوات الأخيرة فى بورصة نيويورك - لحساب المؤسسات المالية المتخصصة فى الإستثمارات كان يترك فى بعض الأحيان أثاراً على سعر الورقة المالية.

أما **الشرط الرابع** فهو : واقعى حيث يسعى كل مستثمر إلى تعظيم المنفعة . ويعنى ما سبق أنه قد يصعب تحقيق الشروط الثلاثة الأولى - أما الشرط الرابع فهو واقعى وهو المحور الأساسى لكفاءة السوق ويعتبر حداً أدنى من الشروط ولذلك تنتقل من الكفاءة الكاملة إلى الكفاءة الاقتصادية . **الكفاءة الاقتصادية** : حيث يتوقع وجود فاصل زمنى بين وصول المعلومات وإنعكاسها على أسعار الأسهم -ويعنى هذا أن القيم السوقية قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت - غير أنه يعتقد بسبب وجود تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها لن يكون هناك فارق كبير بين سعر السهم وقيمته الحقيقية .

ما هى متطلبات كفاءة سوق رأس المال ؟

يتضح من مفهوم الكفاءة الإقتصادية وجود فاصل زمنى بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم ولكن السوق الكفء هو الذى يحقق تخصيصاً كفئاً للموارد المتاحة بما يؤدى إلى توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية مما يعنى أن للسوق الكفء دورين :

١- الدور المباشر : حيث عندما يشترى المستثمرين أسهم منشأة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية مما يمكن المنشأة من بيع الأسهم الجديدة بسعر مناسب وبالتالى زيادة حصيلة الأسهم وإنخفاض تكلفة الأموال بالتبعية .

٢- دور غير مباشر : فإقبال المستثمرون على شراء أسهم المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين مما يمكن المنشأة من الحصول على مزيد من الأموال بتكلفة منخفضة .

ولكى يتحقق هدف سوق المال والمتمثل فى التخصيص الكفء للموارد - ينبغى توافر شرطين هما :

١- كفاءة التسعير :

وتسمى بالكفاءة الخارجية عن وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمنى كبير ، وهذا يعنى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يكون التعامل فى السوق بمثابة مباراة عادلة - وأن الأرباح غير العادية ترجع إلى إمكانية البعض فى الحصول على المعلومات قبل غيره- وفى ظل السوق الكفء فلن تحدث مثل تلك الأرباح.

٢- كفاءة التشغيل :

وتسمى بالكفاءة الداخلية أى قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون تحمل تكاليف عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجارة والمتخصصين أى صناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه . يعنى هذا أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل .

الصيغ المختلفة لكفاءة السوق :

توجد ثلاث صيغ لكفاءة السوق هى :

١- فرض الصيغة الضعيفة :

يقتضى هذا الفرض بأن المعلومات التى تعكسها أسعار الأسهم هى المعلومات التاريخية بشأن ما حدث من تغيرات على سعر السهم وعلى

حجم التعاملات فى الماضى ، مما يعنى أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه السعر فى المستقبل من خلال دراسة التغيرات التى حدثت فى الماضى هى مسألة عديمة الجدوى .

تعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار حيث نجد أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أى ترابط أو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار .

تؤكد الدراسات على مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق وإن كانت بعض الدراسات الأخرى أثبتت أن حركة الأسعار ليست عشوائية وإن كانت نتائجها تعرضت للإنتقادات بسبب عدم دقة القياس.

٢- فرض الصيغة متوسطة القوة :

حسب هذه الصيغة فإن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة فى أسعار تلك الأسهم بل أيضاً كافة المعلومات المتاحة للجمهور والتنبؤات الخاصة بالشئون الدولية والإقتصادية فى الدولة والصناعة والمنشأة . ويعنى هذا أن السعر يتوقف على ما يتاح من معلومات وبالتالى لن يحقق أى مستثمر أى أرباح غير عادية على حساب الآخرين حيث تستجيب أسعار الأسهم مباشرة لهذه المعلومات وبذلك يحدث تساوى بين القيمة الحقيقية للسهم وسعره ، وتتحقق الأرباح فقط قبل وصول هذه المعلومات .

- صيغة الفرض القوى :

بمعنى أن سعر السهم فى السوق هو إنعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة ، أى المعلومات المنشورة للعامة إضافة إلى المعلومات التى يحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين فى الأسهم – وهذا يعنى إستحالة أن يحقق أى مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين – وقد ثبت صحة هذا الفرض . وأن كانت صيغة الفرض الضعيف لكفاءة أسواق تحظى بتأييد قوى ، ويعنى هذا أن حركة أسعار الأسهم فى السوق هى حركة عشوائية طالما أن المعلومات ترد إلى السوق فى شكل نمط عشوائى وغير منتظم وقد تكون مسار أو غير ذلك .

الفصل الثانى
أسواق الأوراق المالية

مفهوم سوق الأوراق المالية :

يعرف سوق الأوراق المالية بأنه المكان المنظم لتداول الأسهم والسندات على اختلاف أنواعها الخاصة بالشركات العاملة فى القطاع الخاص أو المشترك بين العديد من فئات المستثمرين الذين تتنوع وتختلف مصالحهم فيما يتعلق بقرارات استثماراتهم فى تلك الأوراق المالية . كما أنه يعتبر المكان المناسب الذى يتم فيه نقل مدخرات الأفراد والوحدات ووضعها تحت تصرف الوحدات المحتاجة لها .

ولقد تمت التفرقة بين سوق رأس المال الكفء Efficient Capital Market وسوق رأس المال غير الكفء Unefficient Capital Market ، فالأول يعنى بأنه السوق الذى له القدرة على استيعاب المعلومات المتاحة بشكل سريع ينعكس أثره على أسعار الأسهم والسندات المتداولة فى السوق ، أما الثانى فهو السوق الذى لا تتوافر فيه معلومات كافية للمستثمرين ويؤدى إلى تحقيق مكاسب غير عادية لفئة على حساب فئة أخرى نتيجة لإكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعار تداولها عن قيمتها الحقيقية .

المقومات الأساسية لنجاح سوق الأوراق المالية (١) :

يعتمد سوق الأوراق المالية فى أى دولة على توافر مجموعة فعالة مترابطة من العوامل الآتية :

١- نظام سليم للمحاسبة يوفر القدر الكافى من المعلومات الملائمة

---

(١) د. سعيد مفيد دويان - اهمية المعلومات المحاسبية فى سوق الأوراق المالية - مجلة البحوث الإدارية - العدد الرابع ١٩٨٥ .

التى تمكن المستثمرين من استخدامها للإختيار بين البدائل بشكل يتفق مع أهدافهم وتفضيلاتهم وسلوكهم تجاه المخاطرة .

٢- توفير القدر الكاف من الإفصاح عن المعلومات المالية التى تعكس المركز المالى والأرباح المحققة وتوقعاتها فى المستقبل بما يساعد على تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة فى سوق الأوراق المالية.

٣- وجود مجموعات كبيرة ومتنوعة من الأوراق المالية مدرجة بالسوق بمستويات مختلفة من المخاطرة والخصائص لتلبى الاحتياجات والشروط المختلفة للمستثمرين المختلفين .

٤- وجود تنظيم قوى وفعال ومحايد لمهنة المراجعة والمحاسبة والتى تشهد بالدقة والوثوق فى المعلومات التى تنشرها الشركات فى قوائمها المالية والتى يتم تداول أسهمها فى السوق .

٥- وجود سلطة منظمة وفعالة لتسهيل عملية الإتجار فى أو توزيع أسهم الشركات التى يتم تداولها فى السوق مثل السماسرة والدلالين والتجار وسوق الأوراق المالية .

٦- إدارة عامة لسوق الأوراق المالية بحيث تضع الشروط المنظمة لعملية تداول أسهم الشركات والإشراف والرقابة على تنفيذها وتتمتع بحيادة تامة وقادرة على إتخاذ القرارات المصححة فى الوقت المناسب ، ففى حالة ظهور أى تغير غير طبيعى يمكن لها إيقاف التعامل فى السوق حتى يتم التأكد من أسباب الإرتفاع أو الإنخفاض ويجب على إدارة السوق الا تتدخل فى تحديد أسعار الأسهم المتداولة كأن تحدد سعر للصعود وسعر للنزول بحيث لا يسمح لأسعار الأسهم أن تزيد أو تهبط عنها فى أى فترة ، بل عليها أن تترك ذلك لتفاعل العرض والطلب ووفقاً للحقائق والأوضاع الاقتصادية للشركات التى يتم تداول أسهمها فى السوق .

٧- توفر الوعى الاستثمارى لدى المتعاملين فى سوق الأوراق المالية بحيث تكون قراراتهم مبنية على درجة فهم المستثمر للمعلومات المتوفرة عن الشركات التى يتم تداول أسهمها واستخدام تلك المعلومات

كأساس سليم للمفاضلة وترشيد عملية إتخاذ القرار . وعلى المستثمر أن يركز قبل عملية الشراء على دراسة أعمال الشركة ومركزها المالى وخططها ومستقبل مشاريعها لأن ذلك يعتبر من الأسس التى يتحدد على ضوئها سعر السهم .

٨- وجود عمق كاف فى السوق من حيث كثافة التداول وكثرة المعاملات ، ووجود قاعدة عريضة من صغار وكبار المستثمرين بحيث لا يستطيع مضارب مهما بلغت قوته من التأثير على حركة الأسعار صعوداً أو هبوطاً بشكل غير طبيعى .

وإذا توفرت هذه العوامل فإنه يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية قد توفرت لها المقومات اللازمة لنجاحها ، ولا يقصد بالنجاح هنا الصعود المستمر فى أسعار الأوراق المالية أو كثافة تداولها ، وإلا كان سوق المناخ فى دولة الكويت من أنجح أسواق الأوراق المالية فى العالم ولكن يقصد به أن يكون التعامل عادلاً لجميع المتعاملين من حيث توافر كافة المعلومات التى تؤثر على القرارات المتعلقة بالاستثمار ، وأن تتحدد الأسعار فى السوق بحرية ووفقاً لعوامل العرض والطلب وعلى ضوء الحقائق المالية والبواعث الاقتصادية السليمة . وفى ظل هذه الظروف تستطيع سوق الأوراق المالية أن تؤدى وظيفتها الرئيسية وهى توفير السيولة وتمكين المستثمر من التخلص مما فى حوزته من أسهم وسندات وبالسعر الذى يراه ملائماً لظروفه .

دور الحكومة فى تشجيع ونجاح سوق الأوراق المالية :

أن نجاح سوق الأوراق المالية فى أى دولة فى العالم يعتمد على ما توفره الحكومة من حماية ورعاية لهذا السوق ويتم ذلك عن طريق :

١- وضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عمليات التبادل فى سوق الأوراق المالية ، وأن تكون هذه التشريعات متفقة مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية والاجتماعية لحماية المستثمرين والاقتصاد القومى .

٢- ضرورة توفير مؤسسات متخصصة لتحليل البيانات المالية والاستثمارية بحيث توضع هذه البيانات والمعلومات أمام المتداولون ليبنوا عليها معلوماتهم وقراراتهم بشكل دقيق مما يحد من المضاربات العشوائية ، وقد اتخذت بعض دول الخليج اجراءات فعالة فى هذا الإتجاه ، ففى شهر اكتوبر ١٩٨٢ افتتحت البحرين مركز استعلامات لسوق الأوراق المالية لمساعدة المستثمرين على إتخاذ القرارات على أساس توفير معلومات تحدد قوة الشركات . وفى الإمارات العربية المتحدة بدأت الحكومة فى إقامة برامج تدريبية للعاملين فى سوق الأوراق المالية واستخدمت أجهزة الإعلام لتعليم جمهور المستثمرين المحتمل ، أما فى المملكة العربية السعودية فقد طلب من البنوك أن تتولى تجارة الأسهم لضمان أن تتاح أمام جميع المواطنين السعوديين فرصة عادلة لشراء وبيع الأسهم فى ظل المعلومات التى توفرها البنوك عن المراكز المالية الحقيقية للشركات . كما تقوم الكويت فى الوقت الحاضر بدراسة حول ضرورة توفير مؤسسات متخصصة لتحليل البيانات المالية للشركات وذلك قبل الإنتقال إلى مبنى البورصة الجديد .

٣- عدم تدخل الحكومة سواء مباشرة أو بالإيعاز إلى إدارة السوق أو الغير للتأثير بشكل مصطنع فى حركة تداول الأسهم بهدف التأثير على السعر المناسب الذى تحدده قوى العرض والطلب لكل سهم أو سند .

٤- فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة للشركات بهدف التأثير على حركة التعامل فى سوق الأوراق المالية وضد من يشهد على صحة هذه المعلومات .

٥- منع التعامل الداخلى اى المستند على معلومات غير متوفرة للجميع أو تقتصر على شخص داخلى تمكن من الحصول على معلومات سرية مسبقة عن الخطط المتوقعة لشراء اراضى أو مناجم أو منتجات جديدة ، واحتمالات الأرباح والخسائر فى الأعمال التجارية للشركة نتيجة لحصوله على هذه المعلومات ، وتأثير ذلك على أسعار الأسهم سواء بالإرتفاع أو الهبوط عند الإعلان عن مثل هذه الخطط

والسياسات ، فسارع إلى البيع أو الشراء قبل الإعلان عن خطط وقرارات الشركة . وهذا الإتجاه موجود حاليًا فى كل من القوانين المنظمة لأسواق الأوراق المالية فى كل من أمريكا .

أهمية وجود سوق الأوراق المالية :

بدون شك أن الطريق الحقيقى والواقعى للنهوض بأعباء النمو الإقتصادى والاجتماعى بمعدلات مناسبة يستوجب إتخاذ سياسة قومية هدفها تشجيع الإستثمار والإدخار ومحاولة جذب رؤوس الأموال والمدخرات الأجنبية للمشاركة فى عمليات التنمية . ونستطيع أن نلخص أهمية وجود أسواق للأوراق المالية بما يلى :

١- تمويل خطط التنمية التى تعد من الوظائف الأساسية للأسواق المالية .

٢- تلافى الآثار التضخمية لحد كبير .

٣- السوق المالى هو بمثابة وسيلة من وسائل الإستثمار وتشجيع المدخرات .

٤- إن وجود السوق المالى يؤدى إلى منح قروض بتكلفة مناسبة خاصة إذا ما قورن بالإقتراض من الخارج .

٥- إن السماح فى مباشرة السوق المالى لنشاطه بالعملات القابلة للتحويل يمكن أن يؤدى إلى تحويل هذا السوق إلى سوق إقليمى أو دولى (١) .

العوامل التى تؤدى إلى نجاح سوق الأوراق المالية ونشاطه :

ليس من المهم أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالى ولكن لابد من نجاح هذا السوق وزيادة نشاطه ولذلك يجب توفر شروط موضوعية وأخرى شكلية أما الشروط الموضوعية فيأتى فى مقدمتها ما يلى :

---

(١) أحمد فهمى الإمام ، أسواق الأوراق المالية فى البلاد العربية ، بروكسل ، ١٩٧٩ ، ص١٥ .

١- ضمان سلامة الإدخار وحمايته ومراقبة ميزانية الشركات والإشراف على وسائل الإعلام المختلفة التى تشكلها هذه الشركات والتدخل لإزالة الغش لمنع إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين .

٢- إنشاء بورصات للأوراق المالية داخل الدول تمهيداً لخلق سيولة كافية سواء للمدخر أو المستثمر .

٣- إتباع سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات وهذا بحد ذاته يولد الثقة بين المتعاملين .

٤- جعل الإدخار ديمقراطياً إختيارياً وليس إجبارياً .

٥- تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من إستثماراته وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للإكتتاب أو إعفاء العائد من الضرائب (١) .

المتعاملون فى سوق الأوراق المالية :

١- المستثمرون التقليديون : وهم البنوك وشركات التأمين وصناديق التوفير والمعاشات . وذلك لما يتوفر لديهم من إحتياطات تستوجب رصدها فى سندات مضمونة الفائدة .

٢- الدولة والهيئات المحلية المختلفة .

٣- الشركات الصناعية والزراعية المختلفة العامة والخاصة والتى يرغب أصحابها فى إقامة مصانع جديدة .

٤- الأفراد العاديون والتجار وهم يمثلون صغار المدخرين أو المستثمرين (٢) .

طبيعة شركات الوساطة :

يشكل الوسطاء الماليون وشركات الوساطة المالية (والتى تشمل

---

(١) أحمد فهمى الإمام ، مرجع سابق ، ص ١٦ .

(٢) فريدى باز ، بورصة الأوراق المالية وإدارة المحافظ ، إتحاد المصارف العربية ، ص ٧٧ .

عادة البنوك التجارية وصناديق التقاعد وشركات التأمين وبنوك الاستثمار والإدخار والسماسرة والوكلاء الماليون) جزءاً مهماً جداً من مؤسسات السوق المالية (سوق الأوراق المالية من أسهم السندات وغيرها) .

تعريف الوسيط المالى :

هو الشخص المرخص بموجب قانون السوق المالى وانظمته وتعليماته ، يقوم بأعمال محددة تهيؤه لأن يكون حلقة وصل فعالة بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية من أسهم وسندات وسواها ، ويتقاضى عمولة محددة لقاء خدماته عند تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بعملائه من الطرفين ولقاء تغطية وتسويق الإصدارات (١) .

تعريف وكيل الوسيط :

هو الشخص الذى يعمل وكيلاً لحساب الوسيط بموجب عقد منظم لدى كاتب العدل بهدف استلام وجمع اوامر شراء وبيع الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى وتحت اشراف الوسيط ومسؤوليته .

وهناك أيضاً تعريف تابع الوسيط وهو أى شخص يخضع لمراقبة الوسيط وتوجيهه بصورة مباشرة أو غير مباشرة أو أى شريك أو موظف أو مدير مكتب لديه أو أى شخص يعمل لحسابه ، وبصورة عامة كل شخص يعمل تحت أمره الوسيط بأجر أو بدون أجر (٢) .

ويكون الوسيط المالى أما شخص طبيعى كأى فرد وحيد تنطبق عليه شروط معينة ، وأما شخص اعتبارى أو معنوى ، بالأنواع التالية أما الشركات العادية أو الشركات المساهمة .

---

(١) إبراهيم على عبد الله إبراهيم ، وشيرين ياسين محمد الحمدانى ، مؤسسات مالية متخصصة ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، ١٩٩٠ ، ص ١٤٥ .

(٢) إبراهيم على عبد الله إبراهيم ، مرجع سابق ، ص ١٤٦ .

أما عن أعمال الوسطاء فهى :

١- وساطة بالعمولة : وذلك عند قيام الوسيط بشراء أو بيع الأوراق المالية لصالح عملائه ، فإنه يتقاضى عمولة محددة من كل من المشترى والبائع وهذه العمولة تحددها لجنة إدارة السوق ويصادق عليها وزير المالية .

٢- وساطة بيع وشراء لصالح محفظة الوسيط : حيث يحق للوسيط أن يشترى ويبيع لصالح محفظته بموجب ترخيص خاص ، وهو فى هذه الحالة يقوم وفقًا لأنظمة السوق المالى بدور (صانع الأسواق) وهو مصطلح أخر يتردد فى أسواق المال ، حيث أن صانع الأسواق هو الشخص (طبيعيًا واعتباريًا) الذى يتعامل بالأسهم والسندات شراء وبيعاً فى السوق الثانوى لصالح محفظته أو محافظ عملائه التى يديرها ولا يصح له التعامل لصالح الغير إلا بإدارة أموالهم ، ويوفر صانع الأسواق وبشكل مستمر السيولة والعمق والعدالة فى التعامل والاستقرار حسب أنظمة السوق ، وبالطبع يحقق العائد المناسب له نتيجة البيع والشراء واختلاف أسعار الأوراق المالية .

٣- وساطة لتغطية اصدارات الأوراق المالية الجديدة: حيث يكون الوسيط بموجب هذا الترخيص حلقة وصل ما بين الشركة أو المؤسسة أو الجهة المصدرة للأوراق المالية الجديدة وبين الجمهور عامة.

ويأخذ على عاتقه مهمة تسويق هذه الإصدارات الجديدة لصالح تلك الجهة مقابل عمولة محددة يتقاضاها منها بموجب إتفاقية وتعهد بتغطية الإصدارات ، وذلك بضمان تسويق كامل الإصدار أو أى جزء منه أو وفق قاعدة أفضل جهد .

٤- وساطة لبيع الإصدارات المالية الجديدة : وهو بموجب ترخيص معين كما فى الوساطة السابقة ولكن دون التزام أو تعهد من قبل الوسيط بتغطية وشراء أى جزء من الاصدار وبيعها للجمهور بموجب الإتفاقية المعقودة بينه وبين الجهة المصدرة .

٥- وساطة استشارية مالية للإستثمار بالأوراق المالية :

وبموجب ترخيص خاص أيضاً يسمح للوسيط أن يقوم بإبداء النصح لعملائه من المستثمرين حول شراء أو بيع أي أوراق مالية ، حيث يكون لديه أسباب معقولة ومقنعة تستند إلى بعض المؤشرات الاقتصادية العملية (١) .

ويجب أن يكون لديه المام بتلك الأوراق استناداً إلى معلوماته عن الميزانيات الصادرة عن المؤسسات صاحبة الأوراق . كل هذه المعلومات تمكنه من إعطاء الإستشارات وتجعله يعتقد بصحة وسلامة رأيه . طبعاً من الممكن للوسيط الواحد أن يجمع بين جميع هذه الأعمال إذا ما توافرت لديه شروط ترخيص كل منها .

الأنظمة والقوانين التى تحكم عمليات شركات الوساطة المالية :

أن الجهة التى تضع الأنظمة والقوانين التى تتحكم فى عمليات شركات الوساطة هى السوق المالى (البورصة) والمتمثلة فى لجنة إدارتها. أما عن أهم الأنظمة والقوانين فهى :

١- ***بالنسبة للشخص الطبيعي :***

- أن يكون مواطناً متمتع بالحقوق المدنية .
- أن يجتاز امتحان السوق المقرر .
- أن يكون لديه مكتب وأن يكون متفرغاً .
- أن يكون ذا سيرة وسمعة حسنة .
- أن لا يقل رأسماله المدفوع عن المبلغ الذى تحدده لجنة إدارة السوق مع تقديم الضمانات اللازمة .
- أن توافق عليه لجنة السوق .

---

(١) إبراهيم على عبد الله إبراهيم ، وشيرين ياسين محمد الحمدانى، مرجع سابق، ص ١٤٦ .

٢- بالنسبة للشخص المعنوى :

سواء كانت شركات عادية أو شركات مساهمة فالشروط هى :

- أن تكون شركة وطنية .
- أن تكون إدارتها ذات أغلبية وذات سيرة وسلوك حسن .
- أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن المبلغ المحدد مع تقديم الضمانات اللازمة .
- أن توافق اللجنة على الطلب المقدم مع أى شروط خاصة اخرى (١) .

الشروط العامة التى تضعها الأسواق المالية لاختيار وكلاء الوسطاء وتقديم الضمانات اللازمة :

يقوم الوسطاء بتعيين وكلاء لهم يجب أن تتوافر فيهم الشروط التالية مع تحمل الوسيط كافة المسؤوليات المترتبة على وكيله :

- لا يجوز للوكيل أن يعتمد أكثر من وسيط واحد .
- يقوم وكيل الوسيط بتجميع أوامر البيع والشراء فقط وارسالها للوسيط الذى يعمل الوكيل لحسابه . ويقوم بالمصادقة على صحة توقيع العملاء المفوضين له بالبيع والشراء .
- يمكن أن يكون الوسيط خارج نطاق البلد أو المدينة التى يقع فيها السوق .
- ويشترط أيضاً تحصيل علمى مناسب ، وأن يقدم الضمانات الكافية مثل : كفالة بنكية بمبلغ معين لصالح الوسيط .
- ابرام عقد وكالة بينه وبين الوسيط لدى كاتب العدل .
- أى شروط خاصة أخرى لإدارة السوق (٢) .

---

(١) إبراهيم على عبد الله إبراهيم ، مرجع سابق ، ص ١٤٨ .

(٢) إبراهيم على عبد الله إبراهيم ، مرجع سابق ، ص ١٤٩ .

واجبات الوسطاء والتى تضعها الأسواق المالية :

تكون الواجبات عادة ما يلى :

١- التثبت من هوية المتعامل وعن أهليته للتعاقد .

٢- أن لم يكن للعميل المستثمر بطاقة شخصية فيمكن فى هذه الحالة طلب احضار معرفين .

٣- التأكد من حيازة مالك الأسهم على شهادة تثبت ذلك .

٤- بعد التثبت من الأمور السابقة ، عندها يحق للوسيط المصادقة على صحة تواقيع المتعاملين معه بالأوراق المالية على أن يتحمل الوسيط مسؤولية صحة هذه التواقيع .

٥- فى حالة قبول الوسيط بالتفويض الهاتفى فعليه مراعاة الأمور التالية :

- التأكد من شخصية المخاطب بالهاتف .

- أن يكون المخاطب من التجار المعروفين لديه من ذوى السمعة الحسنة .

- تثبت هذا التفويض خطياً على النماذج المعدة لذلك قبل تنفيذ التعامل فى داخل القاعة ويعتبر مسؤولاً كاملاً عن هذا النوع من التعامل .

٦- لا يجوز للوسيط ان يقبل تفويضاً من شخص فوض وسيطاً آخر للأسهم ذاتها وفى ذات الفترة المحددة لتداول هذه الأوراق المالية .

٧- على الوسيط البائع تعبئة عقد التمويل الخاص موقعًا حسب الأصول من الشخص صاحب العلاقة وذلك بعد إتمام التعامل فى القاعة مباشرة .

٨- يحتفظ الوسيط فى مكتبه بالدفاتر والسجلات الضرورية .

البيانات والشروط المطلوبة لقبول تداول أسهم الشركات المساهمة فى سوق الأوراق المالية :

تشترط لجنة سوق الأوراق المالية فى معظم بلدان العالم بضرورة توافر مجموعة من البيانات والشروط عند النظر فى قبول تداول أسهم الشركات المساهمة فى سوق الأوراق المالية وهذه البيانات والشروط وضعت لمنع تلاعب وعدم جدية بعض الشركات وحماية للمستثمرين وللإقتصاد القومى. وفيما يلى تفاصيل بعض هذه البيانات والشروط:

أولا : قائمة البيانات المطلوبة :

١- عقد التأسيس الأساسى والتعديلات التى أجريت والنظام الأساسى للشركة ومرسوم تأسيسها .

٢- القوائم المالية للشركة وتقارير مجالس الإدارة من تاريخ التأسيس .

٣- اعضاء مجلس الإدارة الحالى وملكية كل منهم من أسهم الشركة وقت تقديم الطلب .

٤- الشركات الفرعية والزميلة .

٥- عدد العاملين واسماء القياديين فى الشركة .

٦- اسماء المساهمين الذين يملكون ١٠٪ من أسهم الشركة وقت تقديم الطلب .

ثانيا : شروط قبول تداول أسهم الشركات المساهمة فى سوق الأوراق المالية :

١- التعهد بتعديل النظام الأساسى للشركة بما يتناسب مع ما ترتأيه لجنة السوق .

٢- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة عامين وأصدرت على الأقل ميزانية عمومية واحدة .

٣- الا يقل متوسط نسبة الربحية عن ٥٪ ويجوز لظروف معينة الاستثناء من هذا الشرط .

٤- سلامة الأوضاع المالية من حيث موجوداتها وسيولتها وتوازن هيكلها المالى وكفاءة الأداء .

٥- ألا يقل رأس المال المدفوع عن عشرة ملايين دينار أو ما يعادلها.

٦- الإلتزام بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها فى وسائل النشر اليومية (الصحف) وذلك قبل السماح بتداول أسهمها فى السوق .

٧- الإلتزام المطلق بتطبيق كافة الأمور الواردة فى التعهد المعد من قبل إدارة السوق . **ويشمل هذا التعهد على الآتى على سبيل المثال :**

أ- تتعهد الشركة بالإلتزام بكافة النظم والتعليمات الصادرة عن لجنة السوق وإدارته بمجرد قبول تداول أسهمها فى سوق الأوراق المالية.

ب- تقديم كافة البيانات والمعلومات والاحصاءات التى تطلبها إدارة السوق .

جـ- اخطار إدارة السوق بكافة القرارات التى يتخذها مجلس الإدارة والتى تؤثر على رأس مال الشركة وهيكلها المالى وربحيتها وتوزيع الأرباح .

د- اخطار إدارة السوق عن كافة المعاملات التى تتم على ملكية أسهم الشركة .

هـ- الإلتزام بعدم تغير ملكية أسهم الشركة فى سجلات المساهمين ما لم تكن معتمدة من إدارة السوق أو تمت وفقًا للقواعد التى تضعها لجنة السوق .

و- الإلتزام بالإخطار عن ملكية أعضاء مجلس الإدارة الجدد وملكيتهم من أسهم الشركة خلال شهر من توليهم العضوية أو من تاريخ قبول تداول أسهم الشركة فى السوق .

دور المعلومات الخاصة والمعلومات العامة فى كفاءة سوق الأوراق المالية :

أن توفير المعلومات بالقدر الكافى من الإفصاح لجميع المتعاملين

فى سوق الأوراق المالية يعتبر من الشروط الأساسية لنجاح التعامل فى السوق والقضاء على ظاهرة عدم التكافؤ فى الحصول على المعلومات والتى تؤثر تأثيراً سلبيًا على قرارات بعض المستثمرين من ناحية وعلى كفاءة سوق الأوراق المالية من ناحية أخرى .

فقد تتحقق بعض المكاسب غير العادية لفئة من المستثمرين على حساب فئة أخرى نتيجة لحصول الأولى على معلومات غير معلنة non public information للفئة الثانية أو يجهلها باقى المتعاملين ، ففى مثل هذه الأحوال سيكون من مصلحة الفئة الأولى عدم اتاحة تلك المعلومات لباقى المتعاملين فى السوق حتى يقوموا بإتمام التعامل (بالبيع أو الشراء) وفقاً لما تمليه عليهم محتوى تلك المعلومات الخاصة وبعد أن يتموا التعامل سيكون من صالحهم العمل على نشر هذه المعلومات وبذلك يتمكنوا من الإستفادة من مكاسب المضاربة . وخطورة هذا الوضع لا يقتصر فقط على الضرر الذى قد يلحق ببعض المستثمرين ، بل قد يكون ضاراً بالإقتصاد القومى ككل ، فعدم توافر تلك المعلومات الخاصة للبعض قد يدفعهم إلى إتخاذ قرارات خاطئة فيما يتعلق باختيار محافظ استثماراتهم ، وما يتبع ذلك من تحميلهم لدرجات من المخاطرة ليسوا على استعداد لتحملها لو توافرت لهم تلك المعلومات الخاصة . أما إذا كان بعض المستثمرين يعلمون بوجود مثل هذه المعلومات الخاصة ولكنها غير متاحة لهم مع اتاحتها لفئات أخرى من المستثمرين فإن ذلك قد يؤدى إلى امتناعهم عن التعامل ، وما يترتب على ذلك من حدوث كساد فى سوق الأوراق المالية وصعوبة حصول الوحدات الإقتصادية على مصادر التمويل اللازمة بتكاليف مناسبة (١) ، وقد عملت جميع القوانين والتشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية فى العالم على الحد من هذه الظاهرة . ففى الولايات المتحدة الأمريكية ، على سبيل المثال ،

---

(١) دكتور محمد العظمة ، « دور المعلومات المحاسبية فى سوق الأوراق المالية » ، المحاسبة تصدرها جمعية المحاسبة - كلية التجارة والإقتصاد والعلوم السياسية - جامعة الكويت - العدد الثانى عشر - ١٩٨٣ - ص ٢٧ - ٣٥ .

أوضح أحد الكتاب (١) :

" The unequal possession of information problem was a focus of Act (U. S Securities Act of 1933 and Securities and Exchange Act of 1934) restraints on insider trading, as was the use of nonpubic information by insiders . These restraints may have reduced the ability of some investors to profit on nonpublic information " .

أما فى إقتصاديات الدول النامية والتى تتميز بالديناميكية والتطور والتنمية ، فسيكون هناك دائماً مجالاً لظهور ووجود معلومات جديدة تتعلق بالإقتصاد القومى من حيث رسم السياسات والخطط وإتخاذ القرارات لإنشاء مشروعات جديدة أو إلغاء مشروعات قائمة أو تأميم لبعض المشروعات الأخرى . ولا شك أن مثل هذه السياسات والقرارات قد يكون لها تأثير على القيم الحالية لبعض المشروعات العاملة فى هذا الاقتصاد وما يترتب على هذا الأثر من تغير أسعار أسهمها أو سنداتها فى سوق الأوراق المالية ، وقد أوضح أحد الكتاب ذلك بقوله (٢) :

" An efficient ... share market requires that the price of securities accurately reflect the value of the firms . When firms values do alter, a speedy adjustment of share prices to mirror such changes is necessary " .

ولذلك فإن حصول بعض الفئات على مثل هذه المعلومات مسبقاً

---

(١) Ingram, Robert W., and Eugene G. Chewning, " The Effect of Financial Disclosure Regulation on Security Market Behavior ", The Accounting Review, Vol. LVIII, No. 3 July 1983, pp. 562 - 580 .

(٢) Bird, Ronald G, and Stuart M : Locke, " Financial Accounting, Reports : A Market Model of Disclosure " , Journal of Business Finance and Accounting, International Quarterly, Vol. 8, No. 1, Spring 1981, pp. 27 - 44 .

دون حصول بعض الفئات الأخرى عليها قد يترتب عليه تحقيق مكاسب أكبر من هؤلاء الذين لا يستطيعون الحصول على تلك المعلومات ، وما يترتب على ذلك من حدوث خلل وارتباك فى سوق الأوراق المالية فى بعض هذه الدول ، ولذلك فإن العمل على إتاحة تلك المعلومات للمستثمرين يعتبر من العوامل الهامة التى قد تحد من حدوث أى تأثير عكسى على كفاءة سوق الأوراق المالية .

الفصل الثالث

أســـواق الإصـــدار

« السوق المالى »

المفهوم :

السوق المالى هو ذلك الإطار الذى يجمع بائعى الأوراق المالية بمشترى تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التى يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذى يتم فيه ولكن بشرط توافر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين فى السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة فى أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه (١) .

وبالمفهوم أعلاه يوجد سوق مالى اينما توجد الوسيلة التى تتيح لعملية التبادل أن تتم فيه بين البائعين والمشترين وبغض النظر عن كونها قد تمت من خلال لقاء مباشر بينهما أو بطريقة غير مباشرة ، كذلك ليس بالضرورة أن يكون جميع المتعاملين فى سوق الأوراق المالية مالكين للأوراق أو ممن يسعون إلى تملكها بل يمكن أن تكون من بينهم فئة يقتصر دورها على إدارة وتنظيم عملية التبادل وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشترين ويطلق على هذه الفئة مصطلح الوسطاء وهم السماسرة والوكلاء .

وفى هذه الأسواق تقوم الشركات والمؤسسات بإصدار الأوراق المالية لأول مرة بغرض الحصول على التمويل اللازم لعملياتها الاستثمارية ، ويتم التعامل فى هذا السوق بين المصدر الأولى للأوراق المالية ومشترى الورقة لأول مرة وبيع هذه الأوراق يعود بالنفع على الشركة المصدرة للأوراق الأولية.

---

(١) د. محمد مطر – إدارة الاستثمارة – مؤسسة الدراق – عمان ١٩٩٩ – ص ٢٠٥ وما بعدها .

وغالبًا ما تتولى مؤسسة مالية وسيطة أو سمسار مالى بتنظيم عملية الإصدار والتسويق له مقابل عمولة معينة وقد يكون هذا الوسيط المالى منشأة فردية أو شركة أشخاص أو شركة تضامن أو شركة توصية بسيطة أو توصية بالأسهم .

وغالبًا ما تقوم الشركة الوسيطة بالاتصال بالمستثمرين والمؤسسات المالية للتقدم بعطاءاتهم لبيع الأوراق المالية لهم وقد يتم البيع بطريقة البيع المباشر .

ويتم بيع وتسويق الأوراق المالية المصدرة لأول مرة من خلال السوق العام المفتوح أو من خلال السوق المغلق أو المحدود . وغالباً ما يخص السوق العام المفتوح الشركات كبيرة الحجم التى تصدر أسهمها لأول مرة أو شركات القطاع الخاص أو القطاع العام التى يتم تحويلها لقطاع خاص .

وتقوم الشركة بالتقدم بطلب للجنة تسجيل الأوراق المالية فى بورصة الأوراق المالية مدون به سعر البيع والهدف من الاصدار والميزانيات العمومية والحسابات الختامية لآخر ثلاث سنوات بالنسبة للشركات القائمة .

اما بيع وتسويق الأوراق المالية عن طريق السوق المحدود أو المغلق فهو يخص الشركات الصغيرة التى يتم تكوينها عن طريق عدد محدود من الأفراد وتعفى هذه الشركات من دفع رسوم للتسجيل .

وتلجأ الشركات غالباً إلى بيع هذه الأوراق المالية بسعر منخفض نظراً لعدم تداول هذه الأوراق المالية فى بورصة الأوراق المالية .

ويمكن تناول مفاهيم أخرى للسوق المالى علاوة على مفهوم إصدار الأوراق المالية لأول مرة وذلك فيما يلى :

*** السوق النقدى :**

وهو السوق الذى يتم فيه التعامل فى الأوراق المالية قصيرة الأجل والتى لا تزيد مدتها عن عام مثل سندات الخزانة وخطابات الضمان والأوراق التجارية .

ويتميز هذا السوق بأنه يتم التعامل فيه فى الأوراق المالية قصيرة الأجل ويتركز التعامل فى الأوراق التجارية من كمبيالات وسندات إذنية وعلى الرغم من ذلك توجد علاقة بين هذا السوق وسوق الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل حيث يقوم المستثمر بالحصول على قرض لشراء أوراق مالية وقد يقوم مستثمر آخر بتقديم أوراق مالية ضمان للحصول على قروض .

وبالتالى يتم شراء وبيع الأوراق المالية فى السوق النقدى ضماناً للحصول على قروض .

ومن أهم الأوراق المالية المتداولة فى السوق النقدى شهادات الايداع القابلة للتداول وسندات الخزانة والتى تصدر لفترات تتراوح بين ٣ - ٦ شهور وخطابات الضمان والأوراق التجارية .

ويتميز السوق النقدى بالعديد من المميزات لعل من أهمها ما يلى :

١- يوفر السوق النقدى سيولة مالية سريعة ومتاحة للإقراض قصير الأجل ، وتتوفر هذه القروض بسرعة وبمرونة .

٢- يعتبر سعر الفائدة فى السوق النقدى مؤشر مهم على ارتفاع أو انخفاض تكلفة الاقتراض من فى الدولة .

٣- نمو السوق النقدى يؤدى إلى نمو السيولة فى السوق المالى وحمايته من مخاطر الائتمان .

٤- يعتبر السوق النقدى الوعاء النقدى الذى تتجمع فيه الاحتياطيات المالية للبنوك القابلة للإقراض قصير الأجل .

*** سوق الصرف :**

ويقصد به سوق النقد الأجنبى الذى يتم فيه تحويل العملة الأجنبية إلى محلية والعكس . وتتم عملية التحويل من خلال أسعار الصرف المعلنة فى البنك المركزى .

وقد يتم تحويل العملات بطريقة مباشرة عن طريق شراء أو بيع اى كمية من النقد الأجنبى من خلال البنوك التجارية أو شركات الصرافة وقد يتم تحويلها بطريقة غير مباشرة عن طريق حوالات الصرف والعقود المؤجلة لفترة محددة .

*** سوق الامتياز:**

وهو المكان الذى يتم فيه عقد صفقات بيع أو شراء الأوراق المالية بسعر السوق عن طريق كتابة عقد امتياز ويتم البيع والشراء فى وقت يتفق عليه فى عقد الامتياز وطبقًا لسعر الشراء السائد فى وقت الاتفاق . وعند التنفيذ الفعلى لعقد الامتياز قد يزيد سعر الشراء أو يقل عما هو متفق عليه بما يحقق ربح أو خسارة للمشترى أو البائع .

نشأة سوق الإصدار:

بالنسبة لإصدار الأسهم : فقد بدأ عندما عرفت الشركات المساهمة طريقها إلى السوق المصرية فى منتصف القرن التاسع عشر ، إذ أن هذه الشركات كانت أسهمها تتداول فى أهم المراكز المالية العالمية ، ومن أبرز هذه الشركات : شركة قناة السويس ، وقد كان ذلك إيذاناً ببدء نشأة سوق الإصدار ، أضف إلى ذلك أن النهضة الاقتصادية التى وجدت فى أواخر القرن التاسع عشر أدت إلى إنشاء عدد كبير من الشركات فى أهم مجالات النشاط الاقتصادى ، كالقطاع الزراعى ، والقطاع الصناعى ، وقطاع الخدمات .

وبالنسبة لإصدار السندات : فلم يعرف فى مصر إلا بعد موجة الاقتراض من المصارف العالمية فى الفترة من عام ١٨٦٤ حتى ١٨٦٧ ، لأن هذا الاقتراض كان هو بداية التدخل الأجنبى ، للعجز عن سداد الديون التى تراكمت بسبب القروض .

ولم تستقر هذه الأوضاع إلا بإصدار السندات بتواريخ وفوائد مختلفة يتم الوفاء بها بالذهب ، وتم إعفائها من الضرائب ، كما تقرر لها نوع من الرهن لأهم مورد من موارد الخزانة ، وهى ضريبة الأطيان.

* الأدوات المالية محل التعامل فى الأسواق المالية :

(١) الأدوات المالية محل التعامل فى سوق النقد :

تتسم هذه الأدوات بأن تاريخ استحقاقها لا يتعدى سنة ، وغالباً ما تتعامل فيها المنشآت المالية والوحدات الحكومية ومنشآت الأعمال الكبيرة . وسوف نتناول هذه الأدوات فيما يلى :

١- أذون الخزانة :

وهى صكوك تصدرها الحكومة من خلال وزارة الخزانة أو وزارة المالية ، وتمثل هذه الصكوك مديونية على وزارة الخزانة ، حيث تصدر الحكومة هذه الأذون أو الصكوك مقابل الحصول على قروض من مشترى هذه الصكوك على أن يتم سداد هذه الصكوك عند تاريخ الاستحقاق علاوة على الفائدة المتفق عليها ، وتصدر هذه الأذون بتواريخ استحقاق مختلفة فهناك أذون خزانة تستحق بعد ٣ شهور أو ٦ شهور أو سنة كاملة .

وأحياناً ما لا يتم وضع فوائد هذه الأذون مباشرة عند تاريخ الاستحقاق وإنما يتم خصم هذه الفوائد عند بيع أذون الخزانة إلى مالكيها فمثلاً يتم بيع إذن خزانة قيمته الاسمية ٢٠٠ جنيه بمبلغ ١٨٥ جنيه وعند استرداده يتم استرداد بقيمته الاسمية وهى ٢٠٠ جنيه .

وتتمتع أذون الخزانة بدرجة عالية من السيولة حيث يتم استثمار الأموال فيها لفترة مؤقتة لمواجهة احتياجات السيولة فى المستقبل القريب .

وتتميز أذون الخزانة أيضاً بالمميزات التالية :

- تعتبر استثمارات خالية من المخاطر حيث تضمنها الحكومة.
- يمكن بيعها وشراؤها فى أى وقت وفى أى سوق سواء كان سوق أولى أو ثانوى .
- لا توجد مخاطر لانخفاض قيمتها عند البيع قبل تاريخ

الاستحقاق نظراً لقصر تاريخ الاستحقاق بما لا يؤدى إلى تغير كبير فى سعر الفائدة .

٢- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول :

وهى شهادات تطرحها البنوك مقابل الحصول على إيداع مبلغ معين لمدة محددة وبفائدة محددة وتثبت هذه الشهادات عملية الايداع لحق حامل الشهادة .

ويمكن لحامل شهادة الايداع أن يظل محتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق أو يقوم ببيعها فى السوق الثانوى إذا أراد الحصول على أموال سائلة لتغطية التزاماته .

وتتميز هذه الشهادات عن أذون الخزانة بأن الفائدة المحددة بها تسدد عند تاريخ الاستحقاق وبالتالى فهى لا تباع بخصم كما أن الفائدة بها تحسب على أساس ٣٦٥ يوماً وليس ٣٦٠ يوم .

وتختلف هذه الشهادات عن صور الودائع الأخرى فى البنوك فى أنه فى بعض أنواع الشهادات عالية القيمة لا توجد أى قيود على الحد الأعلى للفائدة .

٣- الأوراق التجارية :

وهى عبارة عن وعد أو التزام بالدفع تصدره الشركات المعروفة جيداً ولها قوة ائتمانية ويقوم الأفراد والشركات الذين لديهم فائض مالى بشراء هذه الأوراق وغالباً ما يتراوح تاريخ استحقاق هذه الأوراق ما بين أيام قليلة إلى ٢٧٠ يوم .

وأحياناً ما تقوم الشركات المصدرة لهذه الأوراق بالاحتفاظ بها طرف البنوك التجارية والاقتراض بضمانها .

وتتميز الأوراق التجارية بالسيولة وأحيانًا ما تقدم هذه الأوراق عائداً أعلى من الأوراق المالية الأخرى مثل أذون الخزانة .

٤- القبولات المصرفية :

وهذه القبولات تعتبر أمر الدفع يطلب العميل من البنك أن يدفع له

أو لشخص آخر مبلغ معين فى تاريخ معين ويصبح هذا الأمر مقبول إذا ختمه البنك بالقبول .

ويمكن أن يتم تداول هذه القبولات فى سوق النقود أو الاحتفاظ بها لمدة ٣٠ أو ٩٠ أو ١٧٠ يوماً .

(٢) الأدوات المالية محل التعامل فى سوق رأس المال :

تعتبر هذه الأدوات أكثر مخاطرة إذا ما قورنت بالأدوات المستخدمة فى سوق النقود حيث أن الأدوات المستخدمة فى سوق رأس المال جميعها معرضة لعدم السداد باستثناء الأوراق المالية الحكومية .

وتتميز هذه الأوراق أيضاً بأنها تمويل طويل الأجل يتعدى فترة السنة لاسترداده ومن أهم هذه الأوراق الأسهم والسندات .

أ- الأسهم :

وتمثل الأسهم صكوك ملكية تقوم الشركات بطرحها وبيعها فى السوق للمساهمين عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافى وتمثل هذه الأسهم مستندات ملكية لحامليها ويمكن إعادة بيعها بغرض الحصول على نقدية ويمكن التفرقة بين نوعين من الأسهم : الأسهم العادية والأسهم الممتازة .

الأسهم العادية :

يعتبر حاملو الأسهم العادية ملاك للشركة التى يحملون أسهمها وفى مقابل ذلك فإنهم لا يحصلون على عائد محدد مقابل شراء هذه الأسهم ويحصلون على أرباحهم التى تكون متغيرة بعد سداد فوائد لحملة السندات والأسهم الممتازة وأحياناً ما يتم احتجاز هذه الأرباح أو جزء منها بغرض استثمارها مرة أخرى فى الشركة أو يتم توزيع هذه الأرباح فى شكل أسهم جديدة .

ويملك حاملو الأسهم العادية الحق فى الرقابة على الشركة لحماية حقوقهم والحق فى انتخاب مجلس الإدارة عن طريق التصويت فى الجمعية العمومية وأيضاً يملك حملة الأسهم العادية الحقوق التالية :

- الحق فى فحص دفاتر الشركة للتأكد من سلامتها .
- الحق فى الاكتتاب فى الإصدارات الجديدة من الأسهم بنسبة ما يمتلكونه فى الشركة .
- الحق فى الاقتراع على عمليات الاندماج .
- الحق فى الاشتراك فى موجودات الشركة عند تصفيتها بعد حصول الدائنين على حقوقهم .

وسوف نناقش فيما يلى أنواع مختلفة من الأسهم العادية:

الأسهم مرتفعة الجودة :

وهى أسهم الشركات الكبيرة والمعروضة بالأداء المالى الجيد وتوزيع أرباح فى أوقات الرواج أو الكساد بغض النظر عن الظروف الاقتصادية .

أسهم النمو :

وهى أسهم الشركات التى تنمو مبيعاتها وأرباحها بدرجة اكبر من معدلات النمو الاقتصادى العام واكبر من معدلات الأسهم الأخرى .

الأسهم الدفاعية :

وهى الأسهم التى تتسم بصفة الأمان والاستقرار حيث تتأثر بالأوقات السيئة أقل من تأثير الأسهم الأخرى مثل أسهم شركات المياه والكهرباء ...... البنوك .

أسهم الدخل :

وهى الأسهم التى تولد دخل جارى كبير نسبيًا من متوسط الأسهم الموجودة ويشتريها الأفراد لضمان دخل كبير سنوياً .

الأسهم الممتازة :

وتعتبر هذه الأسهم مزيج من الأسهم العادية والسندات ، حيث يحصل حاملوها على نسبة معروفة ومحددة مقدماً كأرباخ وقبل حملة

الأسهم العادية كما ان حامل هذه الورقة لا يستمتع بحق التصويت إلا أنها تعتبر مستند ملكية ويمكن تحويلها لأسهم عادية .

وغالباً ما لا تتوقف الشركات عن دفع توزيعات الأسهم الممتازة إلا فى الأحوال الاقتصادية المتدهورة ويخصم الجزء الأكبر من توزيعات الأرباح من الدخل الخاضع للضريبة .

ويحصل حامل السهم الممتاز على ميزة تتمثل فى أن غالبية هذه الأسهم محجمة للأرباح حيث يتم سداد توزيعات الأسهم الممتازة عن الفترات التى تحققت فيها خسائر وذلك عند تحقيق الأرباح وقبل توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية .

السندات :

وهى صكوك تصدرها شركات الأعمال لآجال طويلة باعتبارها مصدر اساسى من مصادر التمويل طويلة الأجل وتعتبر أيضاً مصدر تمويل خارجى .

ويعتبر حامل السند دائناً للشركة بقيمة السند وقيمة الفوائد المستحقة على هذا السند سواء حققت الشركة أرباح أو خسائر .

وتختلف السندات عن الأسهم فى العناصر التالية :

- يعتبر حملة السندات من دائنى الشركة أما حملة الأسهم فهم ملاكها .
- تعتبر حقوق حملة السندات من الديون الممتازة التى يجب على الشركة سدادها قبل دفع أى توزيعات لحملة الأسهم .
- يستحق حملة السندات فائدة محددة وثابتة تلتزم الشركة بدفعها فى مواعيد ثابتة بانتظام بصرف النظرعن تحقيقها أرباح أو خسائر بينما لا يتم توزيع أى توزيعات لحملة الأسهم إلا بعد تحقيق أرباح .
- السندات لها أجل معين تسدد بعده أو تجدد بينما الأسهم لا اجل محدد لها.

- ليس لأصحاب السندات الحق فى التصويت أو الاشتراك فى الإدارة بينما يتمتع حملة الأسهم بالحق فى التصويت والإدارة .
- يحصل حملة السندات على فائدة مقابل استخدام الشركة أموالهم بينما يحصل حملة الأسهم على أرباح .

ويصاحب إصدار السند إصدار نوعين من الوثائق هما :

- شهادة السند .
- عقد إصدار السند .

وفيما يلى شرح لكل منهما :

شهادة السند :

وهى تمثل دليل ملكية السند وتحتوى على معلومات حول توقيت وكيفية سداد الفوائد وأصل القرض وعنوان حامل السند .

وثيقة (عقد) إصدار السند :

وهى وثيقة مطولة يتحدد فيها تفاصيل الاتفاق بين المقترض (الشركة) والدائنين (المستثمرين) وتشمل هذه التفاصيل ما يلى:

- سداد القرض .
- تحديد الأصول المرهونة لصالح الدائنين ودفعها .
- تحديد مسئوليات القائمين بإدارة وخدمة السند .
- بعض الشروط المقيدة لإدارة الشركة فى قراراتها مثل تحديد مستوى معين لرأس المال العامل وعدم التصرف فى أصول الشركة بالبيع .

وغالباً ما تكون هذه الشروط الموجودة فى وثيقة أو عقد إصدار السند لاقناع المستثمرين والدائنين بالاكتتاب فى السندات محل التعامل .

ويمكن التفرقة بين عدة أنواع من السندات من حيث :

القابلية للاستدعاء :

والمقصود بذلك حق الشركة مصدرة السندات فى استرداد السندات من المستثمرين قبل تاريخ استحقاقها عن طريق إعادة شراؤها وغالباً ما يتم الاشتراط على ذلك فى وثيقة إصدار السند حتى يكون هناك مرونة للشركة فى ذلك .

وهناك سندات أخرى لا يمكن للشركة استدعاؤها قبل تاريخ استحقاقها، وفى حالة استدعاء السندات فإن الشركة عادة ما تدفع تعويضاً للمستثمرين عند استدعاء سنداتهم تتراوح ما بين فائدة ٦ أشهر إلى سنة .

الضمانات المقدمة :

فهناك سندات تكون مضمونة بأصول معينة مثل الأراضى والمبانى وشهادات الاستثمار والآلات والمعدات .

وهناك سندات بلا أى ضمان إلا اسم وشهرة الشركة مصدرة السندات .

القابلية للتحويل :

حيث توجد سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بناء على رغبة حاملها وهناك سندات لا ينص فيها على ذلك .

درجة المخاطرة :

حيث تختلف السندات فيما بينها من حيث درجة المخاطرة ، فهناك شركات ذات سمعة ومركز مالى جيد تتسم سنداتها بانخفاض درجة المخاطرة والعكس صحيح حيث ترتفع درجة المخاطرة فى السندات الغير مضمونة .

طريقة السداد :

حيث يمكن تفرقة السندات حسب طريقة السداد إلى :

– سندات تسدد من خلال صندوق استثمار أو وديعة لضمان

السـداد : حيث يتم ايداع وديعة أو محفظة أوراق مالية وإدارتها لخدمة عملية سداد السندات وفوائدها .

– سندات تسدد بالكامل فى تاريخ الاستحقاق من حصيلة إصدار سندات جديدة .

– سندات تسدد فى تواريخ استحقاق مختلفة عن بعضها البعض.

هذا ويوضح الجدول التالى ملخصًا لخصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية :

خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

الورقة المالية / عامل المقارنة	السندات Bonds	الأسهم الممتازة Preferred Stock	الأسهم العادية Common Stock
أولاً : الحق فى الحصول على دخل :			
١– من حيث الأسبقية Priorty .	الدرجة الأولى فى السداد	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
٢– من حيث مبلغ الدخل أو العائد Amount .	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	المتبقى وغير محدد
ثانيًا : الحق فى الأصول عند التصفية :			
١– درجة الأسبقية .	المرتبة الأولى	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
٢– المبلغ .	محدد	محدد (القيمة الاسمية)	المتبقى وغير محدد
ثالثًا : الحق فى إسترداد القيمة :			
١– تاريخ الإستحقاق .	إجبارى محدد مسبقًا وله تاريخ سداد	غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	المتبقى غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق

وظائف الأسواق المالية :

تهدف الأسواق المالية إلى تحقيق الأهداف والوظائف التالية :

- توفير جميع أشكال التمويل القصير والمتوسط وطويل الأجل للمستثمرين والشركات .
- تشجيع المدخرين على توظيف أموالهم ومدخراتهم بأقل درجة ممكنة من المخاطر .
- إتاحة الفرص أمام الشركات لكى يتم تداول أوراقها المالية فى الأسواق المالية من خلال البيع والشراء ونقل الملكية .
- تسهيل إتمام العمليات المالية الخاصة بشراء وبيع الأصول المالية بما يساعد على تشجيع الادخار والاستثمار .
- تحديد أسعارمناسبة للأوراق المالية من أسهم وسندات فى ضوء الموقف المالى وربحية الشركات .
- تساعد السوق المالى فى التنبؤ بالحالة الاقتصادية والمتغيرات المالية للدولة.
- تشجيع تدفق الأموال والاستثمارات الخارجية للسوق المالى المحلى .
- تفادى التعليمات الفنية فى أسعار الأسهم والسندات ذلك عن طريق تنظيم عمليات الشراء والبيع .
- توفير السيولة المالية اللازمة .

العناصر اللازمة ونجاح السوق المالى :

هناك العديد من الشروط اللازمة لتكوين سوق مالى وسوف نتناول بعض من هذه الشروط فيما يلى :

١- وجود حد أدنى من المؤسسات المالية فى الدولة :

ان السوق المالى يقوم بناء على وجود مؤسسات مالية تستثمر فى أدوات مالية ، وينبغى أن يتوافر حد أدنى من هذه المؤسسات وارتفاع مستوى خدماتها وانتشار عدد فروعها وكبر حجمها حتى يمكن أن يمتد التعامل فى السوق المالى إلى كافة أنحاء الدولة .

٢- انشاء بورصات للأوراق المالية :

إن البورصة المالية تمثل السوق المالى المنظم الذى يتم فيه جذب المدخرات والاستثمارات الخاصة بالأفراد والمؤسسات المختلفة من بنوك تجارية ومؤسسات قطاع عام وخاص حيث يتم تداول الأوراق المالية فى هذا السوق المالى بالبورصة وتحويل الأموال والمدخرات إلى مشروعات حقيقية .

٣- توافر حد أدنى من المعلومات الدقيقة :

إن التعامل من السوق المالى يحتاج إلى توافر المعلومات الدقيقة والصحيحة عن كافة أنواع الأوراق المالية والمؤسسات المالية التى تتعامل فى السوق المالى من خلال نشر الاحصاءات والميزانيات والحسابات المالية الخاصة بهذه الشركات والأوراق المالية فى فترات متقاربة ودورية.

٤- الاهتمام بوسائل الإعلام :

إن وسائل الإعلام مسئولة عن تعريف المستثمرين بأنواع الشركات والاستثمارات الموجودة فى السوق المالى وبالتالى ينبغى الاهتمام بهذه الوسائل والرقابة عليها للتأكد من جودة ودقة المعلومات .

٥- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسى :

إن الاستقرار السياسى من أهم أسباب جذب رؤوس الأموال وخاصة رؤوس الأموال الأجنبية حيث يطمئن المستثمر إلى قدرته على

استرداد أمواله وعدم خوفه من مخاطر التأميم أو المصادرة .

٦- وجود حد أدنى من الاستقرار الاقتصادى :

بمعنى عدم تعرض السوق المالى لهزات اقتصادية مستمرة وتقلبات ما بين حالات الرواج واكساد وذلك ما يمكن المستثمرين على التنبؤ بالمستقبل بأكبر درجة ممكنة من الدقة ويجنبهم المخاطر الغير متوقعة والمفاجئة والتى تؤدى إلى تحقيق خسائر مفاجئة .

٧- القدرة على التطور والاستجابة للتغيرات المالية :

ينبغى أن يكون للسوق المالى القدرة على التطور والاستجابة للتطورات المالية الحديثة والقدرة على استيعاب الأدوات المالية الحديثة التى يتم ابتكارها فى أسواق مالية أخرى وبما يمكن هذا السوق من مواجهة منافسة الأسواق المالية العالمية الأخرى .

٨- توافر حد أدنى من القدرات البشرية والإمكانيات التكنولوجية :

ينبغى على السوق المالى أن تتوافر به قدرات وكوادر بشرية قادرة على التحليل المالى والتعامل فى الأدوات والأوراق المالية ، حيث يبنى السوق المالى على هذه القدرات والكفاءات البشرية .

أيضًا يحتاج السوق المالى إلى توافر إمكانيات تكنولوجية تتمثل فى وحدات وشبكات الحاسب الآلى وبرامج التحليل الانتمائى الإليكترونية والجاهزة ووحدات وشاشات الاتصال والعرض .

مؤسسات الإصدار :

يسبق تداول الأوراق المالية فى أسواق رأس المال ، إصدار تلك الأوراق فى السوق الأولى . وتقوم بهذه المهمة بيوت كبيرة للسمسرة بالإضطلاع بمهمة الإصدار ، والتى يطلق عليها بنوك أو بنكيرات الإستثمار . أن قبول هذه البنوك تولى مهمة الإصدار لمنشأة ما ، تعد بمثابة شهادة بأن المعلومات المتاحة عن الإصدار هى معلومات صادقة وأن تسعير الورقة المالية ليس فيه مغالاة يضاف إلى ذلك أن اضطلاع

بنك الإستثمار بالمهمة يعني وجود بدائل للإتفاق على شروط الإصدار ونقصد بذلك ما إذا كان البنك سيضمن التصريف الكامل للإصدار أو جزء منه ، أو ما إذا كان الإتفاق سيقتصر على بذل أقصى جهد . وفى حالة الإلتزام بتصريف الإصدار كله أو جزء منه ، يجوز للبنك أن يتدخل لشراء السهم إذا ما إنخفضت قيمته السوقية خلال فترة تسويقه ، وهذه ميزة مرغوبة .

وأحياناً تتولى البنوك التجارية شؤون الإصدار . إلا أن اضطلاع البنوك التجارية بمهمة الإصدار أمر يكتنفه العيوب ، ولنا فى التجربة الأمريكية عبرة ، فعقب الكساد العظيم الذى اتهمت أسواق رأس المال بإحداثه ، وافق الكونجراس الأمريكى على قانون يقضى بمنع البنوك التجارية من الاضطلاع بنشاط الإصدار ، وذلك على أساس أن فشل البنوك التجارية فى تصريف الإصدار الذى تعهد به من شأنه أن يعرضه لخسائر قد تؤدى فى النهاية إلى إضعاف الثقة ليس فى نشاط الإصدار فحسب ، بل وفى النظام المصرفى ذاته . وحتى لو اضطلع البنك التجارى بمهمة الإصدار فلا مجال لقيامه بالتدخل للشراء ، إذا ما إنخفضت قيمة السهم السوقية خلال فترة تسوقه ، طالما لا يضمن تصريف حد أدنى منه ... وكان عدد البنوك التى أفلست منذ بداية عام ١٩٢٩ حتى منتصف عام ١٩٣٣ اكثر من ١٠٠٠٠ بنك ، أى حوالى ٤٠٪ من إجمالى عدد البنوك الأمريكية . أن إنهيار هذا العدد الكبير من البنوك أدى إلى ضياع الكثير من مدخلات المودعين ، خاصة الصغار منهم . وكان ظهور هذه الأزمة فى الأسواق المالية من خلال انهيار أسعار الأوراق المالية التى انخفضت بنسبة ٩٠٪ فى الولايات المتحدة الأمريكية .

وأحياناً اخرى نلجأ إلى الأسلوب المباشر الذى يلقى فيه عبء الإصدار على المنشأة ذاتها ، غير أن ما يعاب على هذا البديل أنه ليس للمنشأة خبرة واسعة بالنشاط تضاهى مثيلتها المتاحة لبنوك الاستثمار وحتى البنوك التجارية ، يضاف إلى ذلك أنه فى ظل هذا البديل لن يسمح للمنشأة بالتدخل بشراء أسهمها ، وذلك إذا ما

تعرضت القيمة السوقية للسهم للإنخفاض قبل أن تنتهى من تصريف الإصدار .

تكلفة تسجيل الإصدار:

تبلغ تكلفة تسجيل الإصدار حوالى ٨٠٪ من التكلفة الكلية للإصدار إلا أنه يمكن تخفيض تكلفة الإصدار فى المدى الطويل عند الأخذ بمفهوم التسجيل على الرف والذى من شأنه أن يعطى للمنشأة الحق فى تسجيل الأوراق المالية التى ترغب فى إصدارها فى المستقبل ، وذلك من خلال خطة إصدار تغطى عدد من السنوات . ونظراً لأن إنخفاض تكلفة الإصدار من شأنها أن تسهم فى تشجيع المنشآت على اللجوء لأسواق رأس المال طلباً لموارد جديدة ، فإن أثرها يكون مباشراً على كفاءة السوق (١) .

بنكير الإستثمار وإصدار الأوراق المالية (٢)

Investement bankers and public offerings:

تقوم بنوك أو بنكير الإستثمار بأعمال السمسرة والإتجار فى الأوراق المالية broker dealer فهى تغطى معظم الإصدارات الأولية التى تطرح للإكتتاب العام بالإضافة إلى تقديم عديد من الخدمات والتى تتوقف على نوع الإصدار ، الشركة المصدرة لهذه الأوراق ، فئات ونوع المستثمرين . ويمكن تلخيص أهم الخدمات التى تقدمها بنوك أو بنكير الإستثمار فيما يلى :

١- تقديم الإستشارة فى مرحلة ما قبل الإصدار (وظيفة الإستشارة) وإدارة الإصدار .

٢- وظيفة تنفيذ التعهد under writing بتغطية الإصدار وتحمل المخاطر risk - bearing .

٣- وظيفة بيع وتوزيع الأوراق المالية .

---

(١) د. ضياء مجيد - البورصات - مرجع سبق ذكره ، ص ٢٠ وما بعدها .

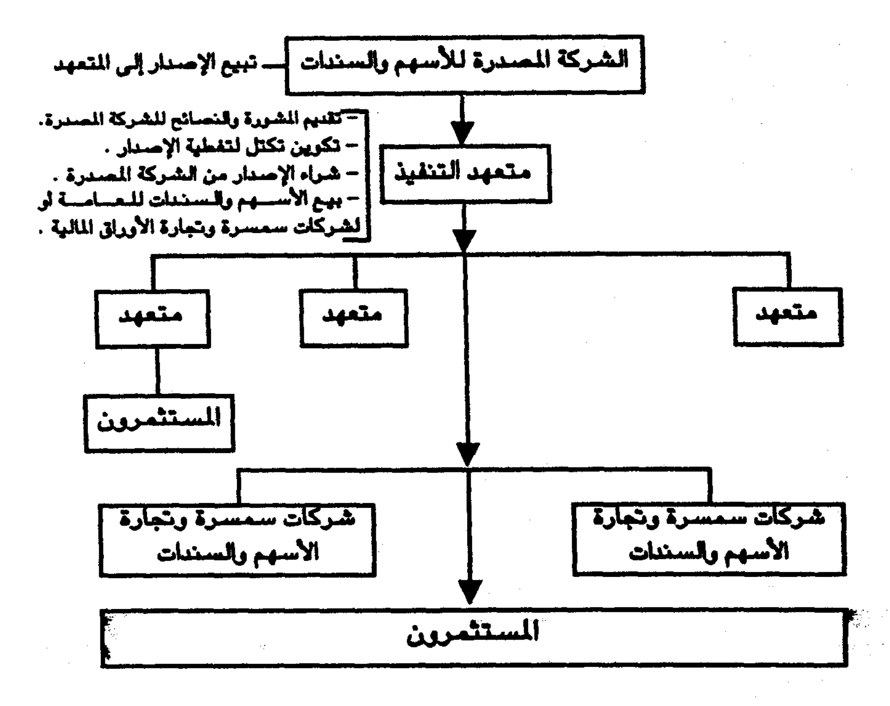
(٢) د. عبد الغفار حنفى - البورصات - المكتب العربى الحديث - الاسكندرية ، ص٤٥ وما بعدها .

ونناقش بإختصار هذه الوظائف كما يلى :

١- وظيفة إدارة الإصدار : حيث يقوم البنكير بوظيفة متعهد إدارة وتغطية الإصدار منذ اليوم الأول لهذا الإصدار ، بالإضافة إلى تقديم الخدمات الإستشارية للشركة المصدرة من حيث بيان نوعية الأوراق التى يتقبلها السوق والوقت المناسب للإصدار ، وسعر الإصدار فى ظل توافر كافة الإشتراطات القانونية .

٢- وظيفة المتعهد بتغطية الإصدار : حيث يتم تكوين إتحاد مع شركات أخرى أو بنوك underwriting syndicat لتغطية الإصدار بالكامل مما يعنى ضمان حصول الشركة المصدرة على قيمة الإصدار دون تحمل مخاطر عدم شراء أو توزيع هذه الأوراق ، وتنتقل ملكية هذه الأوراق إلى المتعهدين حتى يتم طرحها للإكتتاب .

تطرح الأسهم للإكتتاب العام عن طريق إتحاد المتعهدين أو شركات سمسرة وتجارة الأوراق المالية ويمكن من الشكل التالى التعرف على الإطار العام لدور المتعهد فى تغطية الإصدار .



تقوم الشركة المصدرة بتوفير كافة المعلومات عن الإصدار عن طريق ما يسمى بنشرة الإصدار Prospectus ويحق لكل مستثمر الحصول عليها ، حيث تتضمن هذه النشرة أيضًا معلومات عن الشركة ونشاطها ومركزها المالى .

يمكن بصفة عامة تصنيف الأوراق المالية المطروحة للتداول الجديدة إلى مجموعتين هما :

١- الأوراق المالية الفصلية أو الدورية Seasoned Securities .

٢- الأوراق المالية غير الدورية Unseasoned Securities .

يشير **النوع الأول** إلى إصدار جديد لأسهم شركة تتداول أسهمها فى سوق المال ، وهذا يعنى أن لدى المستثمر فكرة مسبقة ومعلومات عن الشركة المصدرة والسعر المناسب للسهم ، ولذلك يجب أن يكون سعر السهم الجديد قريباً من أسعار الأسهم المتداولة لذات الشركة - مثال ذلك : إصدار شركة جنرال موتورز لأسهم إضافية .

أما بالنسبة **للإصدار غير الدورى** unseasoned Securities - حيث يتعلق بالأوراق المالية التى تصدرها الشركة لأول مرة ، أى أنه لم يسبق التعامل من قبل على أسهم هذه الشركة ، لذلك يخضع سعر الإصدار للتفاوض بين البنكير The investment bankers والشركة المصدرة The issuing Firm .

لذلك غالباً ما يتداول السهم بسعر أقل من السعر الطبيعى ، وبعد تداول الأسهم يتعدل السعر إلى أن يصل إلى المستوى الحقيقى .

كفاءة السوق المالى :

يقصد بكفاءة السوق المالى مدى توفر المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة توفر هذه المعلومات وقلة تكاليف الحصول عليها .

ونعنى بمدى توفر هذه المعلومات درجة ملائمتها وسرعتها فى الانعكاس على أسعار الأوراق المالية (١) .

---

(١) د. محمد سويلم ، المرجع السابق ، ص ٣٤٦ .

ويمكن تعريف كفاءة السوق المالى بأنها تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة .

بالمفهوم السابق فإن كفاءة السوق المالى ليست مرادفاً لنشاطه لأن نشاط السوق ليس مرتبطاً بالأسعار السائدة فيه وإنما مرتبط بحجم التداول ولكى يكون السوق المالى كفؤ لا بد من توفر شرطين على الأقل هما :

ان تعكس الأسعار السائدة فى السوق وبشكل تام جميع المعلومات المتاحة للعاملين فيه المنشورة وغير المنشورة والشرط الثانى أن تقدم تلك المعلومات بطريقة غير متحيزة .

وهنالك ثلاثة أنواع من الأسواق بخصوص مستويات الكفاءة :

١- السوق ذات الكفاءة الضعيفة Weak Form :

وهو السوق الذى تعكس أسعاره الحالية المعلومات عن أوضاع تاريخية سابقة ، حيث تكون هنالك صعوبة فى توفر المعلومات للمستثمرين بالسرعة وبالتكلفة المعقولة . وفى ظل السوق ذات الكفاءة الضعيفة فإن أسعار السوق الحاليةلا تعكس المعلومات الالية الحقيقية وتوقعات القدرة الإيرادية للشركات فى المستقبل . ومن الخطأ الفاحش ان نحاول تفسير الأسعار الحالية بناء على معلومات سابقة بل يجب أن تفسر الأسعار الحالية على أساس أوضاع الشركات فى المستقبل (١) .

٢- السوق ذات الكفاءة المتوسطة Semi- Strong Form :

وهو السوق الذى تعكس أسعاره الحالية للمعلومات المعلنة للجميع. وتشمل المعلومات المعلنة معلومات عن النشاط الداخلى للشركة مثل نسب توزيعات الأرباح وغيرها .

---

(١) J.R. Frank, J.E. Broyles , Modern Manageraial Finance, P. 97 .

ان حصول بعض المستثمرين على المعلومات قبل اعلانها قد يحقق لهم ايرادات استثنائية وتقوم الحكومات عادة بتشريع القوانين لإعلان هذه المعلومات وتفرض عقوبات محددة بحق كل من يقوم بصفة غير رسمية بنقل هذه المعلومات إلى اى مستثمر بقصد التأثير على قراراته الاستثمارية فى شراء أو بيع أسهم أى شركة مساهمة عامة.

٣- السوق ذات الكفاءة العالية Strong Form :

وهو السوق الذى تكون فيه أسعار الأسهم والسندات تعكس جميع المعلومات المتاحة لكافة المستثمرين وكذلك المحتكرة لفئة خاصة منهم .

وكلما كانت قرارات السوق رشيدة ومعتمدة على معلومات دقيقة ومتكاملة كلما كان السوق كفؤاً (١) .

ومن الجدير بالذكر أن أسعار السوق الكفؤ تتعدل بسرعة استجابة لأى معلومات جديدة يقوم المستثمر بتحليلها واتخاذ القرار الاستثمارى المناسب بعد ذلك (٢) .

وتزيد كفاءة السوق كلما كانت تكلفة البيع أو الشراء فى السوق اقل وكلما ضاق الفرق بين أسعار طلبات البيع وطلبات الشراء للأسهم وكذلك كلما زاد عدد المستثمرين فى السوق وارتفعت أحجام التداول . وحيث ان كافة المعلومات فى السوق الكفؤ متوفرة لجميع المستثمرين فى نفس الوقت فإن أى مستثمر لا يستطيع أن يحقق أى أرباح استثنائية إلا بقدر سرعته قبل غيره اتخاذ قراراته الاستثمارية .

---

(١) Edwin J. Elton, Matrin O. Gurber , Modern Profolio theory and Investment Analusis, P. 399 .

(٢) Robert C. Higgins op. cit., P. 168.

الفصل الرابع

أسواق التداول

البورصات - السوق الموازية

أولاً : البورصات :

يرجع استخدام كلمة بورصة إلى عام ١٩٥٤م عندما أصدر الملك هنرى الثامن الأمر الملكى الذى تم به إنشاء بورصة « تولوز » ، ويرى البعض أن كلمة « بورصة » ترجع إلى اللقب الذى كان يلقب به تاجر كان يمتلك فندقاً فى مدينة « بروجس » البلجيكية، وكان اسمه "vande Burse" ، وقد كان هذا الفندق ملتقى التجار فى هذه المدينة فى القرن الخامس عشر (١) .

ولذلك إذا أردنا تحديد معنى البورصة ، فإنه يتعين النظر إلى وظيفتها وما تقوم به من أعمال ، والاسم الحقيقى للبورصة هو « سوق الأوراق المالية » ، أو سوق المال .

والبورصة وإن عُبر عنها بسوق الأوراق المالية ، إلا أنها ليست سوقًا بالمعنى المفهوم والشائع من كلمة سوق ، **إذ أن البورصة تختلف عن السوق فى ثلاثة أمور :**

الأول :

الصفقات التى تتم فى الأسواق تعقد على أشياء موجودة بالفعل ، أما فى البورصة فيتم التعامل فيها بالنموذج أو العينة .

الثانى :

التعامل فى السوق يتم فى جميع السلع ، أما فى البورصة فلابد من

---

(١) د. صادق حنين – بحوث فى أعمال البورصات – مجلة القانون والاقتصاد – السنة الثانية ١٩٣٨ ص٤٩٩ .

أن تتوافر فى السلعة القابلية للإدخار ، وأن تكون من المثليات ، وتكون أثمانها عرضةً للتغيير فى فترة زمنية معينة بسبب ظروف العرض والطلب ، أو الأحوال المناخية (١) .

الثالث :

تتميز الأسواق بثبات الأسعار فيها ، إذ الأسواق لا تؤثر فيها بخلاف البورصات ، فإنها تؤثر فى الأسعار لكثرة ما يُعقد فيها من صفقات ، ولذلك وصفت البورصة بأنها كجهنم (٢) .

والأسواق المالية بهذا المفهوم تدخل تحت قاعدة المصالح المرسلة ، إذ الغرض منها تنشيط أعمال التجارة ، وزيادة الرخاء الاقتصادى ، وقد عرفت التعاملات المالية منذ القدم ، وعرفت كذلك هيئات الإشراف والرقابة عليها ، وقد اعتبرها بعض المؤرخين علماً خاصاً قائماً بذاته .

هذا ويوضح الجدول التالى الفروق ما بين البورصة والسوق :

---

(١) د. أحمد محمد لطفى أحمد – معاملات البورصة – دار الفكر الجامعى – الاسكندرية ٢٠٠٦ ، ص ١١ وما بعدها .

(٢) د. وهبة الزحيلى – السوق المالية ، ص ١٣١٩ ، ١٣٢٠ ، مجلة مجمع الفقه الإسلامى ، العدد ٦ ، الجزء الثانى ١٩٩٠م .

مقارنة فنية بين السوق والبورصة (1)

السـوق	البورصة
سلع الصفقات موجودة ومنظورة	التعامل يتم يعرض عينة
المبيعات قليلة	المبيعات كبيرة جداً
التعامل فى كل أنواع السلع	سلع التعامل لها شروط معينة
السلع قصيرة العمر (الفواكه والخضار)	السلعة قابلة للبقاء مدة طويلة دون تلف يمكن تخزينها (القمح ، القطن) سلع تقدر بالكيل (الوزن /العدد)
التعامل مع السلع بوجه العموم	تعامل مع الأسهم / السندات التعامل فى السلع كثير ومتكرر ويمكن التخصص فيه
جعل العرض موافق للطلب	إنتاج السلعة خاضع لظروف معينة فى الانتاج والتسعير وهنا يؤدى المضاربون دورهم السلع قابلة للنقل بتكاليف بسيطة مقارنة مع قيمتها
لا تؤثر فى مستوى الأسعار لقلة الصفقات ولوجود عمليات متفرقة	تعقد صفقات (كبيرة ومتكررة ومركزة) تؤثر على الأسعار

---

(1) د. محسن عاطف ، التمويل والاستثمار فى أسواق رأس المال ، مطابع الولاء الحديثة بنها ٢٠٠٠ ص ٢٣ .

شكل البورصة :

قد تكون البورصة على شكل شركة مساهمة ، كما فى الولايات المتحدة الأمريكية ، أو على شكل مؤسسة عامة ، كما فى فرنسا . ففى الحالة الأولى يكون التعامل فى البورصة حصراً على المساهمين ، ويكون من الصعب جداً قبول مساهمين جدد ، حتى يبقى التعامل فى البورصة حصراً على المساهمين القدامى فقط .

أنواع البورصات :

تتنوع البورصات إلى أنواع متعددة ، وهذه الأنواع هى :

أولاً : بورصة البضائع :

ويطلق عليها البورصات التجارية، أو بورصات العقود، حيث يجرى فيها التعامل على حاصلات معينة كالقطن والصوف وغير ذلك ، وفيها يرى التاجر عينةً من السلعة المتفق عليها من حيث النوع والجودة، ثم يدفع الثمن إلا جزءاً قليلاً منه يدفعه عند تمام التسليم ، ويأخذ إذناً باستلامها فى نفس اليوم أو فى اليوم التالى ، وفى بعض الأحيان يكون الثمن كله مؤجلاً إلى ما بعد التسليم بسعر بات ، أو بسعر معلق على السوق فى فترة محددة .

أما عن الشروط الواجب توافرها فى السلع القابلة للتعامل فى البورصة فإنها تتمثل فيما يلى :

١- عدم قابلية السلعة للتلف بسرعة وإمكانية تخزينها لفترة طويلة نسبياً .

٢- أن تكون السلعة قابلة للنقل بتكاليف معقولة .

---

(١) د/ عبد الفضيل محمد أحمد : بحوث فى أعمال البورصات، ص ١٢ وما بعدها.

٣- أن يكون للسلعة مواصفات قياسية محددة لا خلاف عليها خصوصاً إن التعامل لا يتم على أساس بضائع موجودة .

٤- أن يتميز العرض والطلب بالنسبة للسلعة بالاستمرارية .

٥- أن يتوقف إنتاج السلعة أو توفيرها على عوامل محددة وظروف معينة يمكن التنبؤ بها حتى لا تتعرض أسعارها للتذبذب أو التقلب السريع المفاجئ . ومع ذلك يجب أن تكون الأسعار عرضة للتغيير حتى يجتذب المضاربون - الذين يرغبون فى تحقيق الربح نتيجة لتقلبات الأسعار إلى التعامل فيها .

ثانيًا : بورصة الأوراق المالية :

وتسمى بورصات القيم المنقولة ، ويجرى فيها التعامل على الأوراق المالية التى هى الأسهم والسندات (١) .

ثالثًا : بورصة العقود :

وتسمى بورصة « الكونتراتات » ، وهى التى يتم فيها بيع السلع غائبةً غير حاضرة بسعر بات ، أو بسعر معلق على سعر البورصة فى تصفية محددة ، ويكون البيع فيها على المكشوف ، أى بيع مقدور التسليم فى المستقبل لا فى الحال (٢) .

رابعًا : بورصة القطع :

وهى التى يتم فيها تبادل العملات ، أى الصرف ، وذلك إما بسعر قطع فورى يتم به التبادل حاضراً ، وإما بسعر قطع أجل ، ويتم به التبادل بالأجل (٣) .

---

(١) د. عبد الفضيل محمد أحمد - بحوث فى أعمال البورصات ، ص ١٢ ، ١٣ .

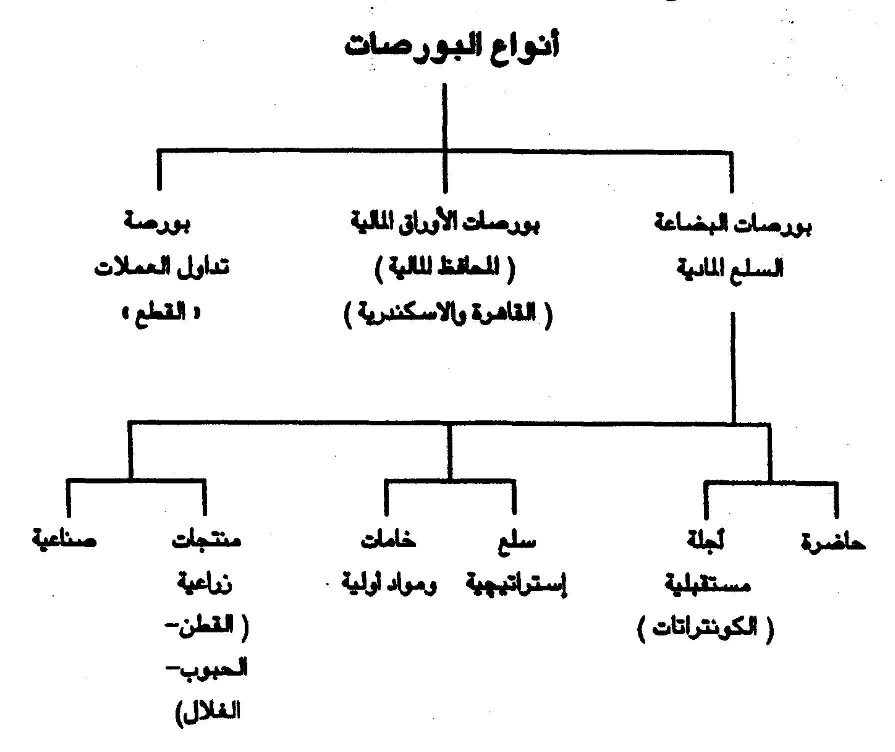
(٢) د. وهبة الزحيلى - السوق المالية ، ص ١٣٢٠ .

(٣) د/ محمد يوسف كمال - فقه الاقتصاد الإسلامى ، ص ٢٢١ ، ٢٢٢ ، طبعة دار القلم - الكويت ، الطبعة الأولى ١٤٠٨هـ - ١٩٨٨م .

خامسا : بورصة المعادن النفيسة :

وهى البورصة التى يتم فيها تبادل المعادن النفيسة من الذهب والفضة والبلاتين وغيرها من المعادن ذات القيمة العالية (١) .

هذا ويوضح الشكل التالى أشهر أنواع البورصات المتعارف عليها :



وفى جمهورية مصر العربية حظيت بورصة الأوراق المالية بنصيب وافر من الأهمية لذا سوف نلقى الضوء عليها من خلال النقاط التالية :

مفهوم بورصة الأوراق المالية :

تعرف البورصة بأنها : مكان يعقد فيه اجتماعات فى مواعيد

---

(١) د. أحمد محيى الدين حسن – عمل شركات الإستثمار – مرجع سبق ذكره ، ص٣٤٥ .

دورية محددة لتنفيذ عروض العمليات النشطة المرتبطة بالبيع والشراء للأوراق المالية والبضائع والمنتجات الزراعية والعملات سواء كانت الأسعار تتحرك صعوداً أو هبوطاً » .

كما تعرف البورصة بأنها سوق منظم تديره وتشرف عليه هيئة لها نظام خاص يخضع لمجموعة من القواعد واللوائح والقوانين (هيئة سوق المال) .

كما يمكن النظر إلى البورصة على أنها عبارة عن سوق يتم فيها تداول الأسهم والسندات التى سبق إصدارها ، ويجتمع فيها المتعاملون فى الأوراق المالية فى أوقات محددة ، ويحكم التعامل فيها مجموعة من الأنظمة والقواعد التى تحكم وتنظم سلوك المتعاملين وطرق التبادل القانونية .

ويقوم فيها مجموعة من الوسطاء بتنفيذ أوامر البيع والشراء نيابة عن عملائهم . وتعلن بداخلها أسعار الأوراق المالية بنظام المزايدة التى تتم أمام جميع الحاضرين . وتزود بورصة الأوراق المالية بأحدث الوسائل والأجهزة الإليكترونية فى مجال الاتصالات السريعة (١) .

ومن كل ما سبق يمكن القول أن هناك مجموعة من المستلزمات لتكوين البورصة تتمثل فيما يلى :

١- مكان بمكوناته وإمكانياته (٢) .

٢- اجتماع .

٣- أسعار معلنة .

٤- مجموعة قوانين ولوائح وأوامر حاكمة ورقابية .

٥- إدارة وإشراف فنى متخصص .

---

(١) د. سيد محمد جاد الرب وآخرون ، إدارة المنشآت المالية - مدخل تحليلى معاصر - بدون ناشر ٢٠٠١ ص ٦٠ وما بعدها .

(٢) د. محسن عاطف - مرجع سبق ذكره - ص ٢٢٤ .

٦- مواعيد محددة .

٧- اجتماعات دورية .

٨- شراء وبيع بواسطة وسطاء (سماسرة- جوبرز) ومتعاملين.

٩- عمليات متكررة بيع وشراء .

١٠- منتجات زراعية وصناعية وأوراق مالية .

شروط إنشاء بورصة الأوراق المالية :

حتى يمكن إنشاء بورصة الأوراق المالية وأن تعمل كسوق مالية منظمة لا بد من توافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلى :

(١) زيادة الحاجة إلى الأموال وتوفير احتياجات الشركات منها بتكلفة أقل للحد من الاعتماد على القروض كمصادر مالية ، ومن ثم الحد من خلل هياكل تمويل الشركات وزيادة مرونتها فى تحقيق المزيد من الأرباح بما يمكن من الاستغلال الأفضل لموارد الدولة وزيادة النمو فى الدخل القومى .

(٢) توفير المدخرات لدى الأفراد واستثمارها فى الأوراق المالية طويلة الأجل التى تظل مملوكة لهم ملكية كاملة إلى أن يتم التصرف فيها بالبيع .

(٣) الاستقرار السياسى والاقتصادى فى الدولة .

(٤) ارتفاع معدلات التنمية الاقتصادية أو النمو الاقتصادى فى الدولة .

(٥) زيادة كمية وأنواع الأوراق المالية المتداولة فى البورصة وتغطيها لمختلف القطاعات الاقتصادية .

(٦) وجود قواعد قانونية وإدارية تنظم التعامل فى بورصة الأوراق المالية وتحد من عمليات المضاربة على الأوراق المالية مما يعمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادى والمالى فى الدولة .

(٧) أن تكون هناك درجة عالية من الإفصاح المالى ، ونشر بيانات دورية عن الشركات المقيدة فى البورصة .

(٨) وجود مناخ جيد للاستثمار يتميز بالمرونة وبساطة الاجراءات يشجع الأفراد والشركات على إنشاء شركات مساهمة وطنية أو متعددة الجنسيات ذات استثمار مشترك ، وزيادة عدد المنشآت المالية التى تؤدى خدمات مصرفية متطورة، مع توحيد نظم وإجراءات إنشاء وتكوين الشركات .

(٩) تنوع الأوراق المالية المتداولة فى البورصة ، ولإتاحة الفرصة أمام المستثمر للمفاضلة واختيار الورقة المالية التى تناسب ظروفه (١) .

وظائف البورصة :

ولقد جرى العرف فى الأسواق المالية على حصر وظائف البورصة التقليدية فى الوظائف الأربعة الرئيسة التالية :

١- تسجيل ونشر الأسعار الرسمية وتداولها لتسهيل عقد الصفقات .

٢- الأربتراج أى موازنة الأسعار زماناً ومكاناً Arbitrage .

٣- التحويط كأداة للتأمين التجارى Hedging فى بورصة العقود .

٤- المضاربة Speculation .

* **أما أهم الوظائف الفنية فإنها تتمثل فيما يلى :**

١-إيجاد الانتعاش والرواج الاقتصادى .

٢-تأمين المعاملات المالية وحماية الأموال .

٣- تحديد سلم أولويات الصلاحية .

٤- تقليل سيولة الودائع فى البنوك واستثماراتها .

٥- تشجيع الإدخار وتجنب تآكل المدخرات فى الأوعية الادخارية .

٦- تقليل التضخم والمحافظة على القوة الشرائية للنقود .

---

(١) د. سيد محمد جاد الرب ، مرجع سبق ذكره ، ص ٦٠ وما بعدها .

٧- تهيئة جو (مناخ) جيد للاستثمار وحسن توجيه الاستثمارات والتوسع فيه باطمئنان وتشجيع الاستثمارات الجيدة والجديدة وتوفير الأموال اللازمة للتمويل .

٨- إيجاد سوق مستمر للمنتج وضمان توازن الأسعار .

٩- العمل على تحقيق السرعة والسير فى تداول الأوراق المالية.

١٠- توفير الأموال اللازمة لتحقيق الاستثمار مما يؤدى إلى دفع عجلة التنمية .

١١- العمل على تشجيع الادخار وتجميع الأموال .

١٢- توجيه الاستثمار بما يؤدى إلى خدمة الاقتصاد القومى من خلال استخدام مؤشرى العائد الذى تحققه الأوراق المالية ، والقيمة السوقية لها .

١٣- المساهمة فى خلق رؤوس أموال جديدة .

١٤- ارشاد المستثمرين لأفضل الأسعار المعلنة للأوراق المالية وتوحيد هذه الأسعار بما يقلل من مخاطر تقلبات أسعار هذه الأوراق .

١٥- ضمان سيولة أموال المستثمرين مما يشجع على الاستثمار .

١٦- حماية المساهمين من صور التلاعب المختلفة التى يمكن أن تمارسها إدارة الشركات المساهمة .

١٧- توفير حرية المساومة بين البائعين والمشترين للأوراق المالية.

١٨- العمل على تلافى تأثير بعض كبار أصحاب راس المال على أسعار الأوراق المالية نتيجة لأن التعاملات فى البورصة تتم بمبالغ كبيرة وبشكل معلن ، وفى ضوء القوانين ولوائح تنظيم ذلك ، وتخضع لرقابة العديد من المجالس واللجان فى البورصة .

١٩- تحقيق الكفاءة والفاعلية للنشاط المالى .

٢٠- المساهمة فى زيادة قدرة الشركات الكبرى على الاستثمار .

٢١- تحقيق المرونة لأسواق الأوراق المالية بحيث يمكن امتصاص

الهزات والتقلبات - فى حالة حدوثها - بأقل ضرر ممكن .

٢٢- توفير بيانات ومعلومات هامة لمستثمرين تساعدم فى ترشيد قراراتهم الاستثمارية .

٢٣- تنويع مصادر التمويل ، وتنويع الاستثمارات مما يقلل من المخاطر فى أسواق رأس المال .

٢٤- توفير العلانية بالنسبة لأسعار الأوراق المالية يحقق مصالح للبائعين والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية ، وكذلك مصلحة الاقتصاد القومى .

*** أما عن الوظائف الإقتصادية للبورصة فيمكن إيضاحها فيما يلى (١) :**

أولاً :

تنمية الإدخار عن طريق تشجيع الإستثمار فى الأوراق المالية ، وتوجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد القومى ، حيث تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الإدخار الإستثمارى ، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم ، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم ، كما انها تساعد على توجيه المدخرات نحو الإستثمارات الملائمة - سواء فى الأسهم أو السندات - وذلك وفقاً لإتجاهات الأسعار .

ثانياً :

المساعدة فى تحويل الأموال من الفئات التى لديها فائض المقرضين - إلى الفئات التى لديها عجز - المقترضين - فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول

---

(١) د. أحمد محمد لطفى أحمد - معاملات البورصة - مرجع سبق ذكره ، ص ٣٠ وما بعدها .

أعلى فى المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض ، وعندما يقوم المقترضون باستخدام تلك الأموال المقترضة فى شراء وتأجير عناصر الإنتاج ، فإنهم سوف ينتجون دخولاً أعلى ، وبالتالى زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقترضين بل لكل فئات المجتمع .

ثالثاً :

المساهمة فى تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية فى تلك السوق ، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التى تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب ، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية ، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التى تصدرها الخزانة العامة ذات الآجال المختلفة ، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى .

رابعاً :

المساهمة فى دعم الإئتمان الداخلى والخارجى . حيث أن عمليات البيع والشراء فى بورصة الأوراق المالية تعد مظهراً من مظاهر الإئتمان الداخلى ، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الإئتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة فى البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية .

خامساً :

المساهمة فى تحقيق كفاءة عالية فى توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادى . وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات فى سوق الأوراق المالية ، يمكن إيجازها فيما يلى :

أ- كفاءة التسعير : بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة .

ب- كفاءة التشغيل : بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد ، مقارنة بالعائد الذى يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات .

جـ- عدالة السوق : بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب فى إبرام الصفقات .

د- الأمان : ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التى تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة فى السوق ، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التى يعمد إليها بعض الأطراف .

سادساً :

تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة . حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضة أو المزايدة - المزاد العلنى - والتى تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأى المتعاملين فى السعر المناسب للورقة المالية وفقاً لظروف السوق السائدة ، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية ، وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعى للورقة المالية . ويمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب Highest Bid) وللمشترى (أدنى سعر عرض Lowest Offer) .

سابعاً :

إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات. حيث تساهم فى زيادة وعى المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات ، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل . فإنخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالى ، وهو ما قد يؤدى إلى إجراء بعض التعديلات فى قيادتها أو فى سياستها أملاً فى تحسين مركزها (١) .

---

(١) موقع www. islamonlain على شبكة المعلومات .

ثامناً :

تعد أسواق رأس المال مؤشراً لحالة الإقتصاد القومى مستقبلاً ، لأن أسعار الأوراق المالية المتداولة فى السوق هى المرآة لتلك الحالة الاقتصادية المستقبلية ، فتكون بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شئون الإقتصاد فى الدولة لإتخاذ الإجراءات الصحيحة عندما يلزم الأمر (١) .

تاسعاً :

تؤدى أسواق رأس المال دوراً إيجابيًا فى إعادة بناء القطاعات الصناعية عن طريق العروض العامة ، والتكتل بين الشركات ، فالعرض العام بشراء أسهم شركة معينة بهدف الإشراف على إدارة تلك الشركة يوجه إلى المساهمين فى الشركة من خلال البورصة بسعر معين ، وعدد معين من الأسهم له حد أدنى ، وخلال مدة معينة ، وذلك بصورة علنية وصريحة ، وقد انتشرت هذه العروض العامة فى الولايات المتحدة وانجلترا وفرنسا .

فوائد البورصات ودواعى الاهتمام بها (٢) :

هناك العديد من الفوائد التى تحققها بورصة الأوراق المالية منها :

١- توفير سوق مالية مستمرة للأوراق المالية يمكن عن طريقها تنفيذ عمليات البيع والشراء بسهولة وسرعة ، وبتكلفة مناسبة مما يمكن أصحاب رأس المال من تحقيق الاستثمار والسيولة فى ذات الوقت.

٢- تمكن بورصة الأوراق المالية من توحيد سعر بيع وشراء الأوراق المالية باعتبارها سوق كبيرة تكون الأسعار معلنة بها بطريقة واضحة مما يجعل الأسعار موحدة فى البورصة .

٣- توفير التمويل اللازم لمشروعات التنمية من خلال تداول

---

(١) د/ منير إبراهيم هندى : الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، ص ٦٧٠ .

(٢) أحمد سعد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية - كلية التجارة ، جامعة القاهرة ١٩٩٤ ص ١٦ .

الأوراق المالية فى البورصة مما يفيد فى إمكانية إنشاء هذه المشروعات وصيانتها وتطويرها بالشكل الذى يعمل على تحقيق التنمية .

٤- خلق وتنشيط الوعى الادخارى والاستثمارى لدى الأفراد فى المجتمع مما يساعد على نجاح الاكتتابات الجديدة ، وبالتالى زيادة معدلات التنمية عن طريق توفير التمويل لهذه المشروعات .

٥- بارومتر الحالة الاقتصادية حيث توضح اتجاه الأسعار ارتفاعاً وهبوطاً فى الأسواق .

٦- أداة تسجيل أسعار المنتجات التى يتعامل فيها المجتمع المصرى.

٧- الأسعار التى تنشرها البورصة (أى بورصة فى العالم) تؤثر فى أسعار كل المنتجات والأنشطة الاقتصادية اللازمة . مثال أسعار القطن تؤثر فى أسعار الطباعة والأخيرة تؤثر فى أسعار النسيج والأخيرة تؤثر فى أسعار الغزل وكذلك فى صناعة الزيوت والصابون والعلف ، وبشكل عام فإن الأسعار لأية سلعة تؤثر فى كل ما له ارتباط بشكل مباشر أو غير مباشر وقد يمتد الأثر لتسجيل شمولية التأثيرفى أسواق المنتجات الأخرى .

٨- تؤثر البورصة فى الحالة الاقتصادية العامة فى أسواق الدول المعنية كما يمتد أثرها للتأثير على بقية الأسواق الخارجية وسيلة للاستثمار والنمو الحقيقى للمجتمع . فالبورصة ليست غاية فى حد ذاتها وليست هدف بل هى وسيلة .

أما دواعى الاهتمام بالبورصات فى الوقت الحاضر فإن ذلك ربما يكون راجعاً للأسباب التالية :

١- زيادة دور الشركات متعددة الجنسيات ، فى تنمية الاستثمار وشراء ونقل وتصنيع التكنولوچيا .

٢- اتجاه معظم الدول حاليًا إلى الأسس المتعارف عليها فى اقتصاديات السوق الحر على تطبيق قواعد هذه النظم الاقتصادية والتوسع فى الملكية من خلال طرق التخصصية المتعددة والتى من

ابرزها زيادة طرح الأسهم للاكتتاب العام فى أى توسيع قاعدة الملكية بالطروح المتوالية لشرائح منظمات الأعمال التى بدأت فى الاشتراك أو التى اشتركت فعلاً فى برامج التخصصية .

٣- التطور السريع فى عالم المعلومات والبيانات والاتصالات ، وارتباط البنوك بها مما ساعدها على مضاعفة حجم عمليات التبادل بحيث صار العالم اليوم قرية كونية صغيرة global village وهى المعروفة فى عالم التمويل والاستثمار بمصطلح SWIFT أى اتحاد أو جمعية الاتصالات بين المصارف لتبادل البيانات والمعلومات بينها عالمياً أو دولياً .

٤- الالتزام بتطبيق قواعد اتفاقيات التجارة الدولية منذ أول يناير ١٩٩٥ من خلال تنفيذ اتفاقيات GATT, GATS, TRIPS .

٥- اتباع معظم الدول تطبيق سياسات التخصصية وبرامج التكيف الهيكلى وبرامج الاصلاح الاقتصادى وغيرها من الاستراتيجيات التى تسعى إلى زيادة الاستثمارات وتقليل عناصر المخاطرة المالية .

٦- استبدال الديون الخارجية (الأجنبية) بأخرى محلية وذلك من خلال السعى إلى مساهمة رأس المال الوطنى للمشاركة فى مشروعات التنمية والتوسع .

٧- التغيرات السريعة فى أسعار تبادل العملات (أسعار صرف التحويلات) وما يتبع ذلك من تذبذب فى أسعار الفائدة . لقد ظهرت فى أسواق المال فى العقد العاشر (الأخير) من القرن الماضى - تسعينات القرن العشرين - بعد تطبيق اتفاقيات التجارة الدولية كما ذكر فى البند الرابع أعلاه ما أطلق عليه اصطلاحاً حرب العملات Currencies War وبخاصة بين الدول الكبرى ذات الصلة المباشرة ببورصات العملات ، وكانت هى أيضاً إحدى مسببات ونتائج الكوارث المالية التى حدثت فى مجموعة دول جنوب شرق آسيا .

٨- تزايد حجم التعامل النقدى والمالى فى بورصات العملات العالمية من جانب ، وتقليل حجم التعامل العينى . وهذه الظاهرة متعارف عليها فى دنيا الاقتصاد بظاهرة الاقتصاد الرمزى وهو الذى يعتمد بدوره على حركة رؤوس الأموال وتدفقات الائتمان والتغيرات فى أسعار الفائدة بين العملات وارتباط ذلك بأسعار الصرف . وهذا بدوره أدى إلى تنشيط حركة أسواق الفوريكس وتزايد أهميتها .

٩- البحث عن المستثمرين الاستراتيجيين والمستثمر الخبير والمتخصصين للمشاركة فى منظمات الأعمال التى تحقق عوائد وأرباح مرتفعة تؤهلها للطرح الفورى بسوق الأوراق المالية .

١٠- تشجيع تكوين منظمات الأعمال الجديدة ، التى تدخل للسوق الاقتصادى والتفاعلات الانتاجية (سلعياً ، وخدمياً وأفكاراً) لأول مرة (١) .

أهمية البورصة وأثرها فى الاقتصاد القومى :

١- إن سوق أى سلعة يقتضى توفير « المقر » الذى تمارس فيه عمليتى البيع والشراء وخاصة فى ظل الاقتصاد الحر الذى تحكمه قوانين العرض والطلب وهذا ما تحققه البورصة ، حيث تتيح تلاقى العرض والطلب فمن يسعى للسيولة يعرض ما لديه من أوراق مالية للبيع ومن يريد الاستثمار فى الأوراق المالية تتاح له فرصة الشراء فتلتقى المدخرات (العرض) بالاستثمار (الطلب) .

٢- فى ظل انفصال الملكية عن الإدارة وتضخم حجم الشركات واتساع الأسواق يصعب متابعة أنشطة هذه الشركات من قبل المساهمين دون أن يكون هناك بورصة تعكس الحالة الاقتصادية لهذه الشركات .

٣- تعتبر البورصة بمثابة مرآة تعكس المركز المالى للشركة

---

(١) د. محسن عاطف ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٣٠ وما بعدها .

المصدرة للورقة وهى المؤشر الذى يعتمد عليه كل من يريد أن يقيم الشركة المصدرة للورقة فعندما ترتفع القيمة السوقية للورقة فإن ذلك يعنى أن الشركة فى وضع أفضل والعكس وبذلك تحقق رقابة غير مباشرة على الأنشطة الاقتصادية .

٤- على الرغم من أن البورصة سوق تداول وليست سوق إصدار- ولكن لولا إمكانية التداول لأصبح الإصدار أكثر صعوبة ، وبالتالى يصعب استيعاب الإصدارات الجديدة اللازمة للتنمية .

٥- النشرات والدراسات الدورية التى تصدرها البورصات لها أهميتها بالنسبة للدراسات الاقتصادية والمالية .

٦- تتيح البورصة باعتبارها سوق منظمة الاستقرار فى الأسعار ، حيث تكون التغيرات السعرية محكومة وهو ما يحقق الاستمرار فى أداء الأسواق المالية ويجعلها أقل عرضة للتغيرات العشوائية والفجائية التى تعصف بالأسعار وتعرض الاقتصاد لهزات غير محسوبة .

٧- ان الاقتصاد القومى لأى دولة تتحقق له التنمية عن طريق لمدخرات وإذا توافرت المدخرات فهى لن تحقق تنمية إلا إذا تم توجيهها نحو الاستثمار ، وعليه فطالما هناك انفصال بين المدخرات والاستثمار - فلن تتحقق أى تنمية اقتصادية وأن هذه الأخيرة لن تحقق إلا إذا تم توجيه المدخرات نحو الاستثمار ومن المعروف اقتصاديا أن الشركات المساهمة هى التى تقود عملية التنمية الاقتصادية ، وكما قال : « أدم سميث » أن لها نصيب الأسد فى التنمية الاقتصادية وتوفر سوق رأس المال وعلى رأسها البورصات التمويل اللازم لهذه الشركات عن طريق إصداراتها من الأسهم التى يتم تداولها فى البورصات عادة . وأخيراً وليس أخراً فإن التنمية الاقتصادية لن تتحقق إلا بشبكة مترابطة من المؤسسات والأسواق المالية التى توفر لها التمويل المالى والسيولة النقدية عند الضرورة .

شروط تسجيل المنشأة فى البورصة :

ان تسجيل المنشأة بالبورصة له شروط ينبغى توافرها لضمان كفائة السوق ، منها ما يتعلق بعدد المساهمين ، ومنها ما يتعلق بحجم المنشأة ، فلا جدوى من تسجيل مئات المنشآت يتميز سوق أوراقها المالية بالضحالة . كما أنه قد يترتب على تسجيل منشآت القطاع العام التى تحظى بمعاملة خاصة من الحكومة إلى عدم تحقيق السوق لهدف التخصيص الكفؤ للموارد المالية . فإذا كانت كفائة أداء منشآت القطاع العام منخفضة ، فى الوقت الذى تحقق الأسهم التى تصدرها عائد مرتفع - بسبب المعاملة الخاصة التى تحظى بها من قبل الحكومة - فسوف يزداد الطلب عليها مما يرفع أسعارها إلى مستوى لا يتناسب مع قوتها الإيرادية الحقيقية .

التسجيل الإجبارى والإختيارى :

التسجيل فى البورصة قد يكون إجبارى أو اختيارى . ففى الولايات المتحدة الأمريكية أن عدد المنشآت المسجلة فى البورصات يقل عن ١٪ من مجموع المنشآت العاملة هناك، ولو أن التسجيل فى البورصة اختيارى ، حينئذ يكون من الممكن الحكم على كفائة البورصة من خلال طلبات التسجيل التى تتقدم بها المنشآت . فالكفاءة المميزة يتوقع أن يصحبها مزيد من طلبات التسجيل ، أما الكفاءة المتدنية فسوف يصحبها عدم ورود طلبات جديدة ، بل وربما يصحبها تفكير بعض المنشآت فى الإنسحاب ، والذى يعد بدوره أداة تنبه المسؤولين لضرورة المسارعة فى البحث عن الأسباب ومعالجتها ... أما **التسجيل الإجبارى** فلن يكون من الممكن فى ظله الكشف عن تلك العيوب ، ومن ثم ستظل الأسواق تعمل بشكل قد يكون له أثره العكسى على الرفاهية والرخاء .

---

(١) د. ضياء مجيد - البورصات - مرجع سابق ذكره - ص ٢٢ - ٢٣ .

وتخضع المعاملات فى البورصة إلى عمولة السمسرة ، وهامش الربح الذى يحققه صانع السوق ، والضريبة ، والرسوم المستحقة للجنة الأوراق المالية والبورصة . وهذه هى أهم عناصر تكلفة المعاملات .

معايير التسجيل العالمية فى البورصات:

ويقصد بمعايير التسجيل كل من المعايير المحاسبية ، التقارير، معايير الافصاح المطلوبة للطرح العام للأوراق المالية وتسجيلها بما يضمن جودة وملاءة الشركات مصدرة الورقة المالية مما يزيد الثقة فى الورقة المالية والسوق نفسه وتخفيض درجة الخطورة . ولقد سبقت الدراسات الأكاديمية التى اهتمت بمعايير التسجيل توصيات الممارسين، وكان لها نتائج وتوصيات لها الأثر الواضح فى بلورة تلك الأهداف والمبادئ ، ومن هذه الدراسات :

(Subrahamanyam, 1975) , (Arshanballi, 1993), (Saudagaran, 1988, 1990, 1995), (Madhavan 1992), (Scott- Qlinn, 1992), 9 Jayaraman, 1993) .

أ- الملاءة المالية للشركة مصدرة لتسجيل الورقة المالية :

يجب أن يعكس رأس مال الشركة المصدرة للورقة المالية طبيعة الخطر الذى يواجهها ، فالمشكلة ليست حد أدنى لرأس المال ثابت يعمم على الشركات حتى تصبح مؤهلة للتسجيل ، ولكن يجب أن يكون رأس مال الشركة مصدرة الورقة المالية ملائماً لدرجة الخطر [(١)] التى تواجهها على النحو التالى :

– أن تكون للشركة المصدرة أصولاً سائلة تكفى لتغطية خطرى السيولة والتصفية لمواجهة التزاماتها المتسببة فى توليد مخاطر تواجهها الشركة .

- طرح أوراق مالية لها سوق ، لشركات تقدم سلع وخدمات لها سوق لمنع تراكم الخسائر ولإعطاء صورة حقيقية لوضع الشركة .

---

(١) Risk- based Capital Requirements.

- متطلبات مبنية على المخاطر .

- متطلب أساسى يعكس مدى خطورة أنشطة الشركة وبصفة خاصة تلك المخاطر غير القابلة للقياس .

- متطلبات مناسبة لموقف الخطر سواء من داخل أو خارج الميزانية تعكس تذبذب سعر كل شركة ، مع الاحتياط عند تركز الخطر ، ومحاولة تخفيض خطر السوق .

- متطلب أساسى يعكس خطر التسوية غير النابع من مصادر بخلاف نشاط التشغيل .

ب- توفير العدالة للمستثمر فى التسجيل :

من الدراسات التى تناولت توفير العدالةوالحماية للمستثمر :

(La Porta, 200), (La Porta, & Lopez, 2002), (Biddle , & Sauagaran, 1989), (Reese, & Wiebach, 2002) .

توصلت تلك الدراسات إلى نتائج منها أن أهم عوامل حماية المستثمر هى الافصاح وتوافر المعلومات المؤثرة ، وتبلورت معايير العدالة والحماية كشروط لتسجيل الورقة المالية فى البورصات (IOSCO 1998) كما يلى :

- أن تكون الشركة المصدرة لها قوائم مالية منشورة ولها نتيجة أعمال إيجابية، وبعد التسجيل يجب أن يكون هناك إفصاح كامل ومنتظم وسليم للنتائج المالية والمعلومات الأخرى الهامة لاتخاذ قرار المستثمر .

- أن يتم معاملة حملة الورقة المالية من نفس النوع فى الشركة بمساواة وعدالة.

- يجب أن تطبق المعايير المحاسبية العالمية عند مستوى عالى مقبول (١) .

---

(١) يلاحظ أن مصدر الورقة المالية عليه استخدام معايير المحاسبة الدولية التى ترفع مستوى الإفصاح .

جـ- معايير التسجيل المزدوج (١):

لاحظ الأكاديميون ظاهرة التسجيل المزدوج والمتعدد عالميًا خلال حقبة التسعينيات وحاولت دراسات عديدة اكتشاف أسباب تلك الظاهرة وآثارها على الأوراق مزدوجة أو دولية التسجيل ، ومن هذه الدراسات :

(Biddle, & Sauadagaran, 1989) , (Domowitz et al, 1998), (Fanto, & Karmel, 1997) , (Foester, & Karolyi, 1993), (Hargis, 2000) , (Miller, 1998, 1999), (Moel, 2001), (Saudagaran, 1988, 1990).

وكان من أهم ما توصلت إليه تلك الدراسات من نتائج أن جاذبية السوق هى العنصر الأساسى لتفسير ظاهرة التسجيل المزدوج ، ومن الجانب التطبيقى أوصت منظمة IOSCO بأنه يجب على إدارة السوق وضع معايير للتسجيل المزدوج تعمل على ما يلى :

١- تدعيم مبدأ حرية الدخول والخروج للسوق بإنهاء عمليات التسوية للأجانب فى المواعيد المحددة مع إعطائهم الحرية الكاملة فى تدفق وتحويل الأموال من وإلى العملة المحلية للسوق .

٢- تنويع وتقديم أدوات مالية جديدة لسوق الأوراق المالية .

٣- تدعيم الدور الرقابى للسوق لجذب الاستثمارات الأجنبية من خلال المنظمات ذاتية التنظيم ، وتشجيع التعاون بين هذه المنظمات على المستوى المحلى والدولى بهدف توفير المناخ الآمن ، وتحقيق الاستقرار لراسمال الأجنبى .

٤- تشجيع التعاون مع البورصات الأجنبية .

٥- تشجيع أنشطة المؤسسات المالية غير المصرفية وذلك للقيام بالأنشطة المالية التى لا تهتم بتقديمها البنوك على المستوى المحلى مع توفير التشريعات والضوابط الخاصة بنشاط هذه المؤسسات .

---

(١) Cross- listing.

٦- زيادة درجة الإفصاح المالى ونشر المعلومات عن السوق .

هذا بجانب ملاحظة أن التسجيل المزدوج أو تسجيل أوراق مالية لشركات أجنبية فى أى سوق محلى سوف يخضع لنفس معايير تسجيل الأوراق المالية المحلية .

متطلبات أنظمة التداول العالمية للبورصات :

١- *توفير الحماية للمستثمر فى التداول :*

تتسم الدراسات الأكاديمية فى مجال أنظمة التداول بالندرة الشديدة بدورها أيضًا ، ومن هذه الدراسة (Madhavan) التى تناولت أثر آلية التداول على كفاءة أسواق الأوراق المالية والتى توصلت مبكراً لنفس توصيات تقريبًا ، وأن حماية المستثمر تؤدى إلى تحقيق الأمان والاستقرار بالسوق عن طريق :

- الحماية من المخاطر المهنية لشركات الوساطة المالية، وتتمثل أهم المخاطر المهنية فى : السهو والخطأ والإهمال والإخلال بالثقة والواجبات الوظيفية ، خيانة أمانة الوظيفة ، التشهير ، الاخلال بالسرية وحقوق الملكية ، الاستخدام غير القانونى لأنظمة العمل من جانب الموظفين ، المسئولية الناتجة عن تداول وحيازة الأوراق المالية والتى تنطوى على مخالفة الأوامر واللوائح والضوابط المعمول بها داخل السوق .

- حماية المستثمر فى الأوراق المالية من المخاطر التى قد يتعرض لها نتيجة عدم قدرة شركات الوساطة المالية على الوفاء بالتزاماتها .

- الحماية من عدم قدرة الشركة على الاحتفاظ بالحد الأدنى لرأس المال ، والحد الأدنى لرأس المال الحر أو الصافى .

- الحماية من الإعسار المالى نتيجة فقد الشركة للسجلات التى تحدد بشكل قاطع ملكية العميل من الأموال أو الأوراق المالية.

- وقف قرارات الجمعية العامة التى تصدر لصالح فئات معينة من المساهمين ، أو للإضرار بهم ، أو لجلب نفع خاص لأعضاء مجلس الإدارة، أو لغيرهم .

- تسوية المنازعات بين المتعاملين فى الأوراق .

- فحص شكاوى المستثمرين .

- تحقيق التوازن بين استثمارات الأفراد والمؤسسات بالسوق.

- حماية حقوق الأقلية وحملة الأوراق المالية .

فالحماية تنتج من خلال الشفافية وحوكمة الشركات وكفاءة الوسطاء الماليين وجودة آليات السوق نفسه .

٢- معايير من خارج الشركات مصدرة الأوراق المالية وتساعد فى رفع كفاءة نظام التداول منها :

- قواعد لتنظيم نشاط التعامل والوساطة والسمسرة فى السندات.

- تنظيم مهنة المحاسبة والمراجعة .

- تطوير نظام الرقابة على عمليات التداول بالسوق .

- قواعد قيد وشطب الأوراق المالية ببورصة الأوراق المالية .

- وضع قواعد منح التراخيص لشركات السمسرة .

- التوسع فى منح سلطات وصلاحيات كاملة المؤسسات ذاتية التشريع .

- وضع قواعد وعقوبات للتشديد على من يقوم بتسريب المعلومات من داخل الشركات والمؤسسات العاملة بالسوق ، بالإضافة إلى معاقبة من يقوم بترويج الاشاعات الضارة بالسوق .

- تطوير نظام المقاصة وتوفير آلية جديدة تسمح بالتحويل الفورى للاستثمارات الأجنبية فى مجال الأوراق المالية ، وإزالة كافة معوقات تحويل الأرباح من خلال بنك المقاصة .

- تطوير نظام منح رخصة العمل للعاملين فى الوظائف الرئيسية لشركات العاملة فى مجال الاستثمار فى الأوراق المالية .

- تشجيع المؤسسات المالية لإنشاء مؤسسات متخصصة تعمل فى نشاط صناعة السوق (Market Maker) .

– استحداث نظام لعضوية شركات الوساطة المالية العاملة فى السوق بما يحقق معايير الملاءة المالية باستخدام قاعدة صافى رأس المال.

– وضع قواعد وضوابط صارمة لضمان قيام شركات التصنيف الائتمانى بوظيفتها بموضوعية ونزاهة .

أنظمة المقاصة والتسويات فى البورصات :

تكاد تخلو الدراسات الأكاديمية من موضوع أنظمة المقاصة والتسويات فى البورصات ، وقد يرجع ذلك بشكل أساسى أن المقاصة والتسوية أنشطة تطبيعية أكثر منها أكاديمية ، وإن كان تم تناولها ضمناً من بين دراسات كفاءة الأسواق . وهى جزء لا يتجزأ ويتكامل مع قواعد القيد والتسجيل والتداول فى البورصات ، كما أن بها مخاطر يجب أن يتم تخفيضها لزيادة سرعة المبادلات وتخفيض التكاليف وزيادة الثقة فى السوق ومن ثم زيادة درجة كفاءته وعدالته ومرونته ونشاطه (IOSCO 1998) . هذا وسوف نتناول هذه النقطة من خلال المحاور التالية :

١- *هدف المقاصة والتسوية :*

تعمل على تقديم ومبادلة البيانات أو المستندات حتى يتم حساب الالتزامات على عاتق أطراق النظام ، وللسماح بتسوية هذه الالتزامات ، وعملية مبادلة الأموال أو الأوراق المالية . ويجب أن تتاح قواعد وإجراءات التشغيل الحاكمة لأنظمة المقاصة والتسوية لأطراف السوق . كما يجب أن يكون هناك إشراف تشريعى لائحى لأنظمة المقاصة والتسوية وعملياتها . إن التداول فى البورصة يعتمد على نشاط المقاصة وتسوية المعاملات المالية الناتجة عن عمليات التداول التى تتم ، وتحقيق الحيازة المركزية للأوراق المالية المتداولة فى السوق وتحويل التعامل عليها إلى قيود دفترية ليسهل تداولها بين المساهمين وما يترتب على ذلك من تطبيق نظام التسليم مقابل الدفع .

٢- لوائح ومعايير أنظمة المقاصة والتسوية :

– واضع اللوائح لمنظمات المقاصة والتسوية يجب أن يعمل فى إطار يسمح لهذه المنظمات التأكيد على الاعتمادية لضبط – وإن أمكن – التنبؤ ورقابة المشكلات المرتبطة بالمقاصة والتسوية . ويشمل هذا الإطار على سلطة تشريع لائحية لتقديم الكفاءة والأمان من خلال مراجعة آلية النظام وبناء معايير التشغيل . واضع اللوائح يجب أن يقوى ليصل لمستوى الاتجاهات الحالية التى يجب أن تلبيها المنظمات .

– خدمات عملية المقاصة والتسوية يجب أن يكون محل تحريات ومراجعة دورية من قبل المشرع . منظمات المقاصة والتسوية يجب أن يطلب منها إعداد تقارير للمشرعين وقد يطلب منها تقديم تقارير ، وفى بعض الأحيان مراجعات خاصة واختبارات إذا لزم الأمر .

٣- إثبات الصفقات فى أنظمة المقاصة والتسوية :

يجب أن يكون هناك إثبات سريع للصفقات. ويتمثل معيار السرعة فى الاقتراب من توقيت إجراء الصفقة نفسه كلما أمكن .

– يجب أن تكون معلومات تسجيل الصفقات متاحة ، وتسمح بإثبات الصفقات وتعطى أساس قوى وسريع للتسوية . سوف يساعد فى ذلك الربط الآلى الكامل بين نظام التداول ونظام المقاصة. أو أن يكون هناك ترتيبات تؤكد الترجمة السريعة لبيانات الصفقات لخدمة المقاصة.

٢- المخاطر الناشئة فى أنظمة المقاصة والتسوية :

تتعلق هذه المخاطر بكل من : الهامش ، تصفية المراكز ، البيع على المكشوف ، إقراض الأسهم ، ويجب معالجتها بالشكل التالى :

– يجب أن تكون هناك إجراءات لتحديد وانضباط المخاطر بشكل مستمر .

– يجب أن يهتم واضعى لوائح السوق ليس فقط بتقليل الخطر ، ولكن بأسس الخطر وتحويله ما بين الأطراف . فاستقرار وسلامة

المقاصة والتسوية يقلل الخطر .

– يجب التأكد من وجود الآلية لمواجهة احتمالات فشل بعض التسويات . ويمكن استخدام متطلبات الهامش بالتكامل مع الآليات الأخرى لإدارة الخطر لأطراف السوق ، بيوت المقاصة ، والبورصات ، انضباط الخطر قد يشمل : Circuit Breakers ، حدود المركز ، الحدود السعرية ، ايقاف التعامل ، متطلبات رأس المال ، انظمة إدارة المخاطر ، المعايير التشغيلية ، حدود الإقراض ، التغطية التأمينية ، انظمة الطوارئ وصناديق الضمان .

– فترة التسوية القصيرة سوف تضمن تقليل خطر أطراف التداول ، كما أن الثلاثة أيام بخلاف يوم المبادلة (T + 3) هو الزمن الأقصى للتسوية الموصى به .

– يجب أن يكون هناك أنظمة التسليم مقابل الدفع بما يقلل خطر الدفع مقابل لا شيء .

– يعطى القيد والحفظ المركزى المرتبط بأنظمة المقاصة والتسوية أساس قوى لأمان وكفاءة أنظمة مقاصة وتسوية الأوراق المالية . ويجب أن تتحول العملية من الإمساك المادى لمستندات الدالة على الملكية إلى الأنظكة الدفترية ، أو نقل الأوراق المالية إلى قيد وحفظ مركزى مقنن . يجب أن تكون أنظمة مقاصة المشتقات متماثلة لتجنب خطر السيولة ، وتلازم الدفع والتحصيل زمنياً .

٥- *هامش الاحتياط :*

– قد يلعب طلب الهامش دوراً هامـًا مع الأدوات الأخرى التى تساعد على حراسة الأمن المالى وسلامة الأسواق . يجب أن تصمم متطلبات الهامش لتكون كافية التمويل تتيح لتغطية التداول المكشوف المحتمل .

– يجب أن يتم مراجعة متطلبات الهامش دورياً .

– يجب أن تصمم مستويات الهامش وإجراءاته لتقليل تعرض

أطراف السوق ، ويشمل بيت المقاصة ، الائتمان ، السوق ، والمخاطر الأخرى ، بصفة خاصة خطر عدم السداد من قبل أطراف السوق الناتجة من تغير نمط حركة السوق سواء فى ورقة معينة أو فى السوق ككل .

– يجب أن يؤخذ فى الحسبان تكلفة الهامش فى منافع تقليل الخطر ، فمثلاً المستوى العالى للهامش قد يزيد من تكلفة التداول لأداة مالية معينة تؤثر على المنفعة الاقتصادية لمنتج معينة .

– يجب أن يؤخذ فى الاعتبار الهامش المزدوج Cross Margining .

٦- *البيع على المكشوف وإقراض الأوراق المالية :*

يعتبر البيع على المكشوف آلية مفيدة فى إدارة السيولة فى بعض الأحيان . وتجب الوقاية من ممارسة التلاعب حينما يسمح Short selling ، وبصفة خاصة تلك الناتجة عن مركز قصير مكشوف للغاية. ويرى البعض أن تشمل الوقاية أن يقتصر كلا من السماح لإقراض الأوراق المالية والبيع القصير على الأسهم السائلة النشطة . ويقلل الإفصاح عن مراكز إقراض الأوراق المالية والبيع القصير المخاطر القادمة .

الايداع والقيد المركزى وعلاقته بالمقاصة والتسوية :

١- *الايداع المركزى :*

يقصد بالايداع المركزى تلك العملية التى يتم عن طريقها انتقال الأسهم من صورتها المادية إلى صورتها الدفترية (غير المادية) وذلك فى نظام الحفظ المركزى ، حيث يعتبر الايداع هو الوسيلة الوحيدة لدخول الأوراق المالية المادية الحفظ المركزى . يقصد بنشاط الايداع المركزى كل نشاط يتناول ايداع وحفظ الأوراق المالية ، وإجراء المقاصة وتسوية المراكز المالية الناشئة عن عمليات التداول ونقل ملكية الأوراق المالية عن طريق القيد الدفترى بما فى ذلك .

– حفظ الأوراق المالية لدى الشركة أو لدى إحدى الجهات المرخص لها بذلك .

– نقل ملكية الأوراق المالية التى تم التعامل عليها عن طريق أعضاء الايداع المركزى وذلك بالقيد الدفترى .

– قيد حقوق الرهن على الأوراق المالية .

إجـراء المقاصة وتسوية المراكز المالية الناشئة عن تداول الأوراق المالية .

٢- القيد المركزى :

يقصد بالقيد المركزى كل نشاط يتناول إمساك سجلات بملكية الأوراق المالية وحقوق الرهن المقيدة عليها بما فى ذلك :

– إمساك السجلات بأسماء ملاك الأسهم وغيرها من الأوراق المالية وما يرد عليها من حقوق وتصرفات .

– توزيع المستحقات الناتجة عن الأوراق المالية التى يتم حفظها، بما فى ذلك الأصل ، والعائد ، وتوزيعات الأرباح ، وقيم الاسترداد ، ومدفوعات إعادة الهيكلة .

– نشر التقارير والمعلومات التى تفصح عنها الجهات التى تصدر الأوراق المالية او المتعلقة بتلك الأوراق .

–تقديم الخدمات المتصلة بإصدار الأوراق المالية بالنيابة عن المصدر.

– إجراء ما يلزم لاستبدال الأوراق المالية عند إعادة هيكلة الجهة الجهة المصدرة . إتمام المقاصة والتسوية للمعاملات وما يرتبط بذلك من خدمات .

– إتمام تنفيذ العمليات المقررة على الأوراق نيابة عن الشركة المصدرة .

– تنفيذ عمليات الرهن على الأوراق المالية المقيدة مركزياً .

– إدارة صندوق لضمان إتمام التسويات المالية والورقية .

– تقديم خدمة إدارة السجلات لبعض المؤسسات المالية الكبرى .

ويهدف تطبيق نظام الإيداع والقيد المركزى إلى :

١- إلغاء المخاطر الناتجة عن حركة دوران الأوراق المالية المادية فى سوق المال .

٢- تقليل المخاطر الناجمة عن تنفيذ عمليات المقاصة والتسوية فيما بين الوسطاء البائعين ونظرائهم المشترين .

٣- تنفيذ عملية نقل الملكية فى توقيتات محددة (T+ 3) لسرعة دوران الأوراق المالية . وتخفيض تكلفة حفظ الأوراق المالية المادية.

٤- الوصول للحيازة المركزية للأوراق المالية بالنسبة للأوراق المالية المقيدة فى البورصة وذلك عن طريق السحب التدريجى لهذه الأوراق وتحويلها من الصورة المادية إلى صورة قيود دفترية وذلك للتسهيل على كل من الوسطاء الماليين والمساهمين معاً . تطبيق المعايير الدولية ومبدأ نظام التسليم مقابل الدفع (.D.V.P) .

٥- توفير الضمانات الكافية للتأكد من سلامة عملية البيع والشراء ويفضل أن يعتمد نظام الحفظ المركزى كليًا على الحاسب الآلى فى إتمام دورة الأوراق المالية المقيدة مركزياً دون تدخل من جانب العنصر البشرى ، وتجنب المخاطر الناتجة عن التزوير والتلف والفقدان فى التعامل على الأوراق المالية المادية.

٦- جذب المستثمر الأجنبى بمواكبة المعايير العالمية فى التعامل .

٧- إلغاء عبء طباعة صكوك الأسهم بالنسبة للشركات المصدرة والمقيدة فى نظام الحفظ المركزى والتى لم تقم أصلاً بطباعة صكوك أسهم . والاكتفاء بصك واحد بإجمالى قيمة الأسهم المصدرة ، أما بالنسبة للشركات المصدرة والمقيدة فى نظام الحفظ المركزى والتى قامت بالفعل قبل قيدها فى النظام بطباعة صكوك أسهم فإنها بمجر إتمام إجراءات قيدها فى نظام الحفظ المركزى لا تقوم بطباعة صكوك لأسهم زيادات رأس المال التى تقررها الجمعيات العمومية الخاصة بهذه الشركات . تيسير إدارة العمليات المقررة من قبل الشركات المصدرة من

توزيع أرباح وزيادات تنفيذها بأسلوب موحد .

٨- إنشاء قاعدة بيانات تدار بشكل موحد لمساهمين الشركات المصدرة من خلال إنشاء نظام للقيد المركزى .

٩- إنشاء قاعدة بيانات موحدة للأوراق المالية المقيدة بنظام الحفظ المركزى وإدارة هذه البيانات بأسلوب موحد .

٣- العلاقة بالمقاصة والتسوية :

تقوم جهة المقاصة والتسوية والحفظ المركزى بإجراء عمليات المقاصة فى الأوراق المالية لحساب أعضاء الايداع المركزى ، وذلك بهدف تحديد صافى حقوق والتزامات كل منهم. كما يقوم بيت المقاصة بإجراء عمليات تسوية المراكز المالية الناشئة عن تداول الأوراق المالية ، كما يجرى بيت المقاصة عمليات المقاصة والتسوية فى الأوراق المالية على أساس التسليم مقابل سداد الثمن ، ويجب ألا تتجاوز الفترة بين إجراء عملية التداول وإتمام التسوية الخاصة بها خلال المدة المحددة لذلك (T+3) .

على أن تكون الجهة القائمة بنشاط المقاصة والتسوية والحفظ المركزى مستقلة وذاتية التشريع وتقوم بالنظم اللازمة لضمان تنفيذ أعضاء الايداع المركزى لالتزاماتهم المتعلقة بالتسوية فى الأوراق المالية . وعلى الجهة القائمة بنشاط القيد المركزى أن تقوم بحفظ الأوراق المالية لديها أو لدى إحدى الجهات المرخص لها بممارسة نشاط أمناء س الحفظ، وأن تودع الأموال الخاصة بأعضاء الايداع المركزى لدى أحد البنوك المرخص لها بذلك ، وعلى بيت المقاصة أن ينشئ ويدير صندوقاً لضمان الوفاء بالالتزامات الناشئة عن عمليات الأوراق المالية ، ويلتزم الأعضاء بالاشتراك فيه، وفقاً للنظام وقواعد الاشتراك .

قواعد القيد والتسجيل فى البورصة المصرية للأوراق المالية

أ- معايير التسجيل :

تلخص شروط القيد بجداول البورصة وفقاً للائحة ٢٠٠٢/٨/١ فى الأربعة قوائم التالية ، الأولى تتناول الشروط العامة ، والثانية تتعلق بالقوائم المالية والثالثة تتعلق بالشروط الكمية ، أما الرابعة فهى تتعلق بالإفساح والشفافية وهى كما يلى :

قائمة رقم (١) الشروط العامة

- أن تكون الأوراق المالية مودعة بنظام الايداع والقيد المركزى.
- ألا يتضمن النظام الأساسى للشركة أو شروط الاصدار أية قيود على تداول الأوراق المالية المطلوب قيدها .
- أن تقدم الشركة طالبة القيد تعهداً بالالتزام بالإفصاح عن أى أمر يتسبب فى إلحاق الضرر بالمساهمين أو المستثمرين ونشر القوائم والبيانات المالية المطلوبة فى المواعيد المحددة .
- يجب على الشركة أن ترفق بطلب القيد فى أى من جداول البورصة بيان بالسيرة الذاتية لكل عضو من أعضاء مجلس إدارة الشركة والمديرين التنفيذيين.
- يجب أن تكون لكل شركة مقيد لها أوراقًا بجداول البورصة لجنة للمراجعة يختارها مجلس إدارة الشركة وتقوم اللجنة بصفة رئيسية بفحص ومراجعة : إجراءات الرقابة الداخلية للشركة ، السياسات المحاسبية المطبقة فى الشركة وأية تعديلات فيها ، وظيفة المراجعة الداخلية وإجراءاتها وخططها ونتائجها ، المعلومات الدورية التى تقدم للمستويات الإدارية المختلفةونظم إعدادها وتوقيت عرضها ، الاجراءات التى تتبع فى إعداد ومراجعة القوائم المالية الدورية والسنوية ونشرات الطرح العام والخاص ، الموازنات التقديرية ومن بينها قوائم التدفقات النقدية والدخل التقديرية. التأكد من تطبيق الأساليب الرقابية اللازمة للمحافظة على أصول الشركة وإجراء التقييم الدورى للاجراءات الإدارية للتأكد من الالتزام بالقواعد وإعداد تقارير بذلك لمجلس الإدارة .

---

(١) د. عبد العاطى لاشين ، إدارة المنشآت المالية – مطابع الدار الهندسية – القاهرة ٢٠٠٤ ص ٣٩٩ وما بعدها .

قائمة رقم (٢) القوائم المالية

– على الشركة موافاة البورصة بما يلى :

● صورة من القوائم المالية السنوية فور إعدادها من مجلس إدارة الشركة مرفقاً بها تقرير مراقب الحسابات .

ويرفق بالقوائم المالية السنوية تقرير مجلس الإدارة السنوى .

● صورة من القوائم المالية الربعسنوية مرفق بها تقرير الفحص المحدود من مراقب حسابات الشركة .

– يتم إعداد القوائم المالية وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية ونماذج القوائم المالية ، كما يتم مراجعتها وفقاً لقواعد المراجعة المصرية ويجب الإشارة إلى ذلك صراحة فى تقرير مراقب الحسابات .

– تلتزم كل شركة مقيد لها أوراق مالية بالجداول الرسمية (١) ، (٢) أو الجدول غير الرسمى (١) بنشر القوائم المالية السنوية ونصف السنوية والايضاحات المتممة لها وتقرير مراقبى الحسابات وملاحظات هيئة سوق المال عليها .

– تلتزم كل شركة مقيد لها أوراق مالية بالجدول غير الرسمى (٢) بنشر القوائم المالية السنوية والايضاحات المتممة وتقرير مراقب الحسابات عليها فور اعتمادها من الجمعية العامة فى النشرية الدورية التى تصدرها البورصة المالية .

قائمة رقم (٣) الشروط الكمية للتسجيل
فى جداول البورصة

الجدول	الشروط لكل إصدار تصدره الشركة
الجدول الرسمى (١)	- ما لا يطرح من الأسم الاسمية للاكتتاب العام لا يقل عن ٣٠٪ من أسهم الشركة ، عدد المكتتبين فى الأسهم لا يقل عن ١٥٠ مكتتب . - وثائق صناديق الاستثمار ، الا يقل ما يطرح عن ٣٠٪ من مجموعها ، الا يقل عدد المكتتبين عن ١٥٠ مكتتباً . - سندات وصكوك التمويل ، الا يقل ما يطرح عن ٣٠٪ من مجموعها ، الا يقل عدد المكتتبين عن ١٥٠ مكتتباً ، شهادة بالتصنيف الائتمانى تجدد سنوياً لا تقل عن (-BBB) أو ما يعادله ما لم يوافق مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال بدرجة تصنيف أقل . بالنسبة لشهادات الايداع يجب الا تقل الأوراق المالية التى تقابلها عن ١٠٠٠ ورقة . - إصدار القوائم المالية لثلاث سنوات مالية سابقة ومستوفية لكافة الاشتراطات المنصوص عليها قانوناً . - ان يكون رأس المال المصدر مدفوعاً بالكامل ولا يقل عن ٢٠ مليون جنيه . الا يقل عدد الأسهم عن ٢ مليون سهم . - الا يقل صافى الربح بعد خصم الضرائب عن أخر سنة مالية سابقة عن ٥٪ من رأس المال المدفوع . - الا تقل حقوق المساهمين فى أخر سنة مالية سابقة على تاريخ طلب القيد عن رأس المال المدفوع .
الجدول الرسمى (٢)	- الأوراق المالية التى تصدرها الدولة وتطرح للاكتتاب العام أياً كان عدد المكتتبين . - الأوراق المالية التى تصدرها شركات القطاع العام (الخاضعة للقانون ٩٧ لسنة ١٩٨٢) وشركات قطاع الأعمال العام (الخاضعة لأحكام القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١) ولا يشترط طرحها فى اكتتاب عام أو توافر عدد معين من المكتتبين . - يجب أن تتوافر ذات المعايير المالية المقررة للقيد بالجدول الرسمى (١) .
الجدول غير الرسمى (١)	- الا تقل الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب العام أو الطرح الخاص ١٠٪ من المصدرة . - الا يقل عدد المكتتبين عن خمسين مكتتباً . - السندات شهادة بالتصنيف الائتمانى (-BBB) أو ما يعادلها تجدد سنوياً . - إصدار القوائم المالية عن سنتين ماليتين سابقتين على تاريخ طلب القيد ومستوفية لكافة الاشتراطات . - ان يكون رأس المال المصدر مدفوعاً بالكامل ولا يقل عن ١٠ مليون جنيه مصرى . - الا يقل صافى الربح بعد خصم الضرائب عن أخر سنة مالية سابقة لطلب القيد عن ١٪ من رأس المال المدفوع . - الا تقل حقوق المساهمين فى السنة المالية لتاريخ طلب القيد عن رأس المال المدفوع . - الا يقل عدد الأسم المصدرة والمطلوب قيدها عن ١ مليون سهم .

تابع قائمة رقم (٣) الشروط الكمية للتسجيل في جداول البورصة

الجدول	الشروط لكل إصدار تصدره الشركة
الجدول غير الرسمي (٢)	- شهادة بالتصنيف الائتماني للسندات لا تقل عن (-BBB) أو ما يعادله تجدد الشهادة سنويا . - اصدارات القوائم المالية عن سنة مالية سابقة على تاريخ طلب القيد مستوفية لكافة الاشتراطات . - الا يقل صافي الربح بعد خصم الضرائب عن آخر سنة مالية سابقة لطلب القيد عن ١٪ من رأس المال المدفوع . - أن يكون رأس المال المصدر مدفوعاً بالكامل ولا يقل عن ٥ مليون جنيه أو ما يعادلها . - الا تقل حقوق المساهمين في السنة الماليةلتاريخ طلب القيد عن رأس المال المدفوع . - الا يقل عدد الأسهم المطلوب قيدها عن ٥٠٠ ألف سهم.
الشركات الأجنبية	- أن تكون الورقة المالية مقيدة في إحدى البورصات الأجنبية التي تخضع لإشراف جهة تمارس اختصاصات مماثلة لاختصاصات الهيئة العامة لسوق المال وبالعملات الأجنبية القابلة للتحويل للجنيه المصري . - أن تلتزم بإعداد ومراجعة القوائم المالية طبقًا لمعايير محاسبية وقواعد مراجعة مقبولة دولية وبنشر القوائم المالية والايضاحات المتممة لهاوتقرير مراقب الحسابات عليها بإحدى الصحف الصباحية واسعة الانتشار التي تصدر بمصر خلال شهر من اعتمادها من سلطة الدولة التي بها الشركة .

القائمة رقم (٤) شروط الإفصاح

- الافصاح عن أحداث جوهرية طارئة تواجهها غير متاحة للجمهور وتؤثر فى نشاطها أو فى مركزها المالى أو على تداول أسهمها .
- يحظر على أعضاء مجلس إدارة الشركة والمسئولين بها أو الأشخاص الذين فى مكانتهم الاطلاع على معلومات غير متاحة للغير تؤثر على سعر الورقة ، أو بيع الأوراق المالية التى تتعلق بها هذه المعلومات وذلك دون الإخلال بأية قيود أخرى ترد فى هذا الشأن .
- تتضمن إجراءات الرقابة الداخلية بالشركة ما يضمن قيام مجلس الإدارة والمسئولية والأشخاص الذين يكون فى مكانتهم بداخل الشركة بالافصاح وابلاغ البورصة والهيئة عن أية عمليات يقومون بها لشراء أو بيع الأوراق المالية للشركة . وعلى الشركة إخطار البورصة عن الإجراءات الداخلية المتبعة التى تكفل عدم السماح لأعضاء مجلس الإدارة أو المديرين أو العاملين بها التداول على أسهم الشركة خلال خمسة عشر يوماً قبل وثلاثة أيام بعد إصدار ونشر أى بيانات أو معلومات جوهرية قد يكون لها تأثير هام على سعر الورقة المالية للشركة كما تلتزم الشركة بإخطار البورصة بعزمها على شراء أسهم الخزينة وعلى البورصة نشر بيانات العملية فى لوحة التداول فى تاريخ الشراء .
- تلتزم الشركة مصدرة الورقة المالية بالاعلان عن عن قرار الجمعية العامة بشأن توزيع الكوبون أو السهم المجانى أو كليهم وفقاً .
- نشر قرار الجمعية بشأن توزيع الكوبون النقدى أو السهم المجانى أو كلاهما فى صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتى الانتشار .
- تلتزم الشركة بالبدء فى اتخاذ الإجراءات القانونية بزيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم مجانية وذلك فور صدور كما تلتزم الشركة قبل توزيع الأسهم وبعد اتمام ايداعها فى الايداع المركزى بتقديم مستندات قيد هذه الأسهم إلى إدارة البورصة هذه الأسهم المجانية هلال خمسة عشر يوماً من تاريخ قيد هذه إلى إدارة البورصة هذه الأسهم المجانية خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ قيد هذه الأسهم بالبورصة .
- تلتزم الشركة بإخطار البورصة بتاريخ التوزيعات (كوبونات أو أسهم مجانية) قبل خمسة عشر يوماً من التاريخ المحدد للتوزيع عن ذلك فى صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتى الانتشار .
- لأغراض تحديد تكلفة استحواذ الاستثمارات طويلة الأجل فى أسهم الشركات التابعة أو الشقيقة وغيرها من الأسهم التى يتم الاحتفاظ تلتزم الشركات المقيدة فى أحد البورصات بضوابط معينة .
إذا لم تلتزم الشركة أثناء تداولها بالمعايير التى تطلبها هيئة سوق المال يتم شطب الأوراق المالية المقيدة للشركات .
- يحظر على الشركة أن تقوم بالافصاح المبالغ فيه أو أن تنشر بيانات أو معلومات لا تتفق وحقيقة أوضاع الشركة وفى جميع الأحوال يجب أن يكون ما تنشره الشركة مدعماً بمستندات التى توافى بها البورصة عند طلبها .
- يحظر على الشركة الادلاء بأى بيانات أو معلومات تؤثر على أوضاعها أو على مركزها المالى وبصفة خاصة إلى المحللين الماليين أو المؤسسات المالية أو أى أطراف أخرى قبل أن يتم الافصاح عنها للجمهور وفقاً لأحكام الافصاح الواردة بهذه القواعد .
- تلتزم الشركة بتحديد مسئول للعلاقات مع المستثمرين يكون مسئولاً عن الاتصال بالبورصة والرد على الاستفسارات من المساهمين والمستثمرين كما يقوم بتوزيع النشرات الصحفية عن الشركة متضمنة المعلومات والبيانات التى تحددها البورصة .
- تلتزم الشركة بموافاة الهيئة العامة لسوق المال والبورصة بمحاضر اجتماعات الجمعية العامة العادية وغير العادية خلال عشرة أيام من تاريخ الاجتماع وإخطار الهيئة والبورصة بأى إجراءات تتخذها الجهات الإدارية المختصة .
- حق الاطلاع للعاملين بالهيئة العامة لسوق المال ممن لهم صفة الضبطية القضائية بمقر الشركة على وثائق الشركة ومستنداتها وعلى المسئولين بالشركة تمكين هؤلاء العاملين من اداء وظائفهم .
- على الشركة أن تضمن تقرير مجلس إدارتها السنوى البيانات المنصوص عليها بالمادة (٧) من هذه القواعد .
- على الشركة إخطار البورصة فور حدوث أية تعديلت على البيانات المرفقة لطلب القيد أوالواردة بتقرير مجلس الإدارة السنوى حسب الأحوال أو أية إجراءات تتخذها الجهات الإدارية قبل الشركة إذا كان ذلك يؤثر على أوضاع الشركة أومركزها المالى وعلى الأخص ، أية تعديلات فى النظام الأساسى ، تغيير مراقب حسابات الشركة ، أى تغيير فى رئاسة مجلس الإدارة أو أعضاء أو مدة المجلس أو المديرين الرئيسيين ،تغيير عنوان الشركة المسجل أو أرقام التليفونات الخاصة بها ، هكيل رأس المال موضحاً نسبة المساهمات التى تزيد على ٥٪ منرأس المال وينطبق ذلك على الشركات التابعة فى حالة ما إذا كانت أسهم الشركة القابضة مقيدة بالبورصة .
- كما يجب على الشركة إخطار البورصة بالبيانات والنشرات الصحيفة المقترحة التى قد يكون لها تأثير على تداول الأوراق وللبورصة طلب أية بيانات تراها .

ب- أنظمة التداول والمقاصة والتسوية :

أخذت البورصة المصرية بالفعل فى التطور منذ ١٩٩٢ ، وبصفة خاصة بعد تعديل نظام التداول ، وتدعيمه ببنية أساسية قوية ، وتطوير نظام الايداع والقيد المركزى ، والذى مازال بدوره محل لمراحل تالية لتطويره ليكون إليكترونى بالكامل ومرتبط إليكترونياً بأنظمة التداول والمقاصة والتسوية ، وتجاهد تلك الأنظمة لتطبيق المعايير العالمية ومن أهمها أن يصبح أقصى زمن للتسوية هو ثلاثة أيام بخلاف الوقت الحقيقى (تاريخ الصفقة) أو ما يسمى (T+3) ، وقد تمكن النظام من الحفاظ على هذه المدة فى التسويات المحلية ولكنها (T+4) فى تسويات الأجانب .

جـ- خطوات تنفيذ عمليات المقاصة والتسوية فى مصر :

١- *تنفيذ عمليات الشراء :*

تعتمد عمليات الشراء على تعليمات العميل الصادرة منه لشركة السمسرة المتعامل معها والتى تحتوى على كافة بيانات الأوراق المالية التى يرغب فى شرائها ، وتتم عملية الشراء على النحو التالى :

– يحرر العميل أمر شراء لشركة السمسرة يحدد فيه البيانات اللازمة .

– تتلقى شركة إدارة السجلات صورة من أر الشراء لمطابقة بيانات العميل مع البيانات المسجلة لديها .

– تقوم شركة السمسرة بتنفيذ عملية الشراء فى البورصة .

– ترسل شركة مصر للمقاصة من خلال نظام آلى لإدارة السجلات عمليات الشراء الخاصة بعملاء هذه الشركات المختلفة كل فيما يخصه .

– تقوم شركة إدارة السجلات بتخصيص ويتم إرسالها آلياً للمقاصة لتسويته .

– بعد تمام تسوية العملية تصبح الكمية المشتراة متاحة فى حساب العيمل .

٢- تنفيذ عمليات البيع :

تعتمد عمليات البيع على تعليمات العميل الصادرة منه لشركة السمسرة المتعامل معها والتى تحتوى على كافة بيانات الأوراق المالية التى يرغب فى بيعها ، وتتم عملية البيع على النحو التالى :

- يحرر العميل لشركة السمسرة أمر بيع ويتضمن (شركة إدارة السجلات - الورقة المالية - السعر - الكمية - مدة أمر البيع - اسم وكود العميل) .

- تقوم شركة السمسرة بالتأكد من كفاية رصيد العميل من شركة إدارة السجلات التى تدير له حسابه وذلك بإرسال صورة من أمر البيع لها ، وفى حالة كفاية الرصيد تقوم شركة إدارة السجلات بتجميد الكمية المراد بيعها وإخطار شركة السمسرة بذلك .

- إذا كان رصيد العميل لدى شركة إدارة السجلات لا يسمح بتنفيذ الأمر فإن شركة إدارة السجلات تقوم بإخطار شركة السمسرة بذلك حتى يقوم العميل بتعديل أو بإلغاء امر البيع طبقاً لرصيد الأوراق المالية الخاص به طرف إدارة السجلات .

- يلتزم السمسار أثناء التنفيذ بإدخال كود شركة إدارة السجلات التى يتعامل معها العميل والمحددة فى أمر البيع وذلك حتى تقوم شركة إدارة السجلات بتحويل الكمية المباعة من حساب العميل البائع إلى حساب شركة السمسرة المنفذة .

- تقوم شركة إدارة السجلات بتخصيص الأمر المحول للعميل مع الكمية المنفذة ثم تقوم بتحويل الكمية المباعة من حساب العميل إلى حساب شركة السمسرة البائعة فى موعد اقصاه (T+ 2) .

د- التسجيل المزدوج فى البورصة المصرية :

من أهم المعايير الدالة على جاذبية السوق كل من عدد وحجم الأوراق المالية الأجنبية المسجلة فى البورصة المحلية . فمعنى أن تقوم شركة تعمل فى سوق معين بتسجيل أوراقها فى إحدى البورصات فى

بلد أخر ، أن بورصة البلد الآخر جذابة وهناك منافع تعود على الأوراق المالية المسجلة والشركة مصدرة هذه الأوراق بمجرد تسجيلها ثم تداولها فى البورصة الأجنبية بخلاف الجزء الأكبر من أوراقها المسجل فى بورصتها المحلية . وبالرغم من وجود صناديق استثمار أجنبية فى السوق المصرى وتتداول وثائق استثمارها فيه ، إلا أن محافظها من أوراق مالية مصرية سبق طرحها ، ولكن طرح سندات وأسهم أجنبية فى البورصة المصرية لم يتوافر بعد .

هـ- تحليل مبدئى لموقف البورصة المصرية :

فى ظل تحليل التغيرات فى البيئة العالمية وأثارها على البورصة المصرية والعربية يمكن تصور أهم الفرص والتهديدات ونقاط القوة والضعف فيما يلى :

– الفرص : فى ظل التقلبات السياسية الراهنة وقوة القطب الواحد ، وظهور التكتلات الأوروبية من الشمال والأسيوية من الشرق والافريقية من الجنوب ، والأمريكية من الغرب ، والكراهية المتبادلة بين العرب والأمريكيين ، قد لا يجد المستثمر العريب بدأ من ترك وهجرة أسواق الغرب والشمال ، فأين يذهب بأمواله .

إن وجود بورصة مصرية وعربية جذابة لها القدرة على الاستيعاد فى هذه الحالة هى أداة لاستغلال هذه الفرصة .

– التهديدات : التنافس الشديد بين التكتل الاقتصادى الأوروبى والتكتل الاقتصادى الأمريكى والاقتصاد اليابانى كاقتصاديات ناضجة واللاتينى والتكتل الاقتصادى الأسيوى والتكتل الاقتصادى فى جنوب افريقيا وهى اقتصاديات ناشئة وكيانات واعدة مهددة لأى سوق ليست على نفس المستوى ، فقد يجد المستثمر المصرى أو العربى مثلاً أن التسجيل والتداول فى أحد هذه البورصات أجدى من بورصته المحلية ، كما قد يجد البعض الآخر أن تداول الأوراق المالية من خلال هذه البورصات أقل خطراً ، وفى ذلك تهديد صريح لاقتصاديات كثير من الدول ومن بينها الاقتصاد المصرى .

– **نقاط القوة :** وجود بنية أساسية وخبرات بشرية قابلة للتطويع إذا ما أحسن توجيهها وإدارتها . بالإضافة إلى قدم السوق المصرية الذى يبنى جزء هام من صمعتها يمكن استخدامها من بين العوامل الأخرى العديدة فى صنع جاذبية للسوق .

– **أهم نقاط الضعف:** عدم استفادة البورصة المصرية وهيئة سوق المال من البحوث والدراسات التى يمكن أن يجريها الأكاديميون وجهات علمية أخرى مستقلة عن البورصة لما لها من دراية مكملة . فالدراسات الداخلية متحيزة لبعض الأمور السياسية الداخلية والعامة . بالاضافة إلى أن مركزية السلطة والتدخل والهيمنة والسيطرة الحكومية على آليات السوق وإدارته يقلل من كفاءة وجاذبية السوق .

إدارة بورصة الأوراق المالية (١)

ينبغي أن يقوم الجهاز المسئول عن إدارة البورصة بما يلى :

١- تشجيع الشباب على اقتحام مجال العمل بالبورصة بتيسير الاجراءات .

٢- خلق كوادر مؤهلة تأهيلاً متميزاً وذلك بإرسال بعثات للتدريب على نظم العمل بأسواق الأوراق المالية العالمية .

٣- الانفتاح فى جميع المجالات على البورصات العالمية وتبادل المعلومات وتسجيل الأوراق .

٤- توسيع قاعدة العضوية فى لجان البورصات لتشمل الأموال والمؤسسات المتخصصة والمؤهلة .

٥- العمل على تعديل التوصيف الضريبى لمهنة السمسرة فى الأوراق المالية لتخضع للضريبةعلى المهن غير التجارية لأن العنصر الغالب فيها هو عنصر العمل وليس عنصر رأس المال .

ولتحسين مستوى أداء العمل فى البورصة فإنه يجب مراعاة الآتى :

١- أن يكون هدف البورصة مسايراً لأطر تنظيم وتنمية ورقابة سوق المال .

٢- أن تكون للهيئة المشرفة على هذه البورصة سياسة مستقرة محددة Stable Policy وصلاحيات محددة واختصاصات معروفة ، مكتوبة معلنة ، ومترجمة فى شكل لوائح وقوانين ونظم وإجراءات تهدف إلى إيجاد مناخ جيد للاستثمار .

٣- عدم ارتباط تنفيذ السياسات المذكورة بالأشخاص الممارسين ، بصرف النظر عن وظائفهم الإدارية .

---

(١) د. محمد سويلم – مرجع سبق ذكره ، ص ٢١٣ وما بعدها .

٤- القناعة بأن من وظائف البورصة تحديد السعر العادل ، والعمل على سرعة تسييل الاستثمارات (لا يقصد بها التكييش no more cash) وحماية سلامة العمليات وضمانها والرقابة على أداء المشروعات.

٥- مسايرة الأعراف والتقاليد الموروثة فى جمهورية مصر العربية، وكذلك مسايرة البورصات العالمية المتعارف عليها .

٦- الاهتمام بممارسة المضاربة المشروعة Speculation باعتبارها إحدى آليات بورصة الأوراق المالية والبورصات الأخرى ، إذ أن المضاربة تعنى التنبؤ بأسعار أوراق مالية معينة فى المستقبل وذلك بناءً على تحليل المؤشرات . وبجانب ذلك يلزم تجنب عوامل التأثير السلبى على اسعار الأوراق المالية وبخاصة فى حالة إطلاق الشائعات Rumours & Manipulations .

٧- الاهتمام بمبادئ العلانية والشفافية والإفصاح .

٨-الاهتمام بمهنة السمسرة والنظر إليها باعتبارها مهنة Profession شأنها شأن باقى المهن ذات الاحترام الاجتماعى المرموق فى بيئة الأعمال بشكل عام من حيث الاهتمام بهم وإعدادهم وهذا يتطلب إعداد السماسرة وتدريبهم ومنحهم درجات علمية وتثقيفهم وتنميتهم.

٩- إحترام اداب وأصول مهنة السمسرة ، فهى مستمدة من معيار التحسين المذكور عاليه والعمل على إيجاد أو ترسيم ميثاق لمهنة السمسرة .

١٠- العمل على سرعة عمليات البيع والشراء والتسييل ، ولذا فمن المشاهد أن القوانين المنظمة للعمل فى البورصات بشكل عام تجعل الأوراق المالية لحاملها .

١١- أن تتم عملية التداول بالمناولة أو بالحاسب الآلى أو غيرها .
هذا - ويفضل العمل اليدوى حيث أن الوقت المستغرق فى تنفيذ العمليات بالحاسب الآلى يستلزم :

أ- فتح الجهاز الآلى .

ب- الدخول على النظام .

جـ مراقبة العمليات المسجلة .

د- تسجيل العروض وتسجيل الطلبات .

هـ- اختيار الورقة التى يراد التعامل معها .

و- اختيار الشركة (استدعاء) التى يود التعامل معها .

ز- الدخول فى قائمة العروض .

ح- الدخول فى قائمة الطلبات .

ط- الدخول فى قائمة العمليات .

ى- اختيار كمية الأوراق .

ك- اختيار الأسعار المحددة .

ل- كتابة القسيمة .

م- انتظار الادخال .

ن- قياس احتمالات الأخطاء .

إن ذلك لا يعنى على أية حال عدم الاستعانة بالحاسب الآلى أو تجنب إستعماله طالما انه أمكن للمتعامل فى أسواق المال أن يتفهم طبيعة الـ Soft-ware ، هذا بالإضافة إلى إمكانية التعامل مع قاعدة البيانات المتوافرة لدى المنظمات والشركات التى تتعامل مع العملات .

هذا وقد صدر القانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ تعديلات معينة وكانت أهم ملامح هذا القانون فيما يتعلق بإدارة البورصة والبناء التنظيمى لها على النحو التالى :

١- أعضاء البورصة :

أوضحت المادة الأولى من القانون أن البورصة تشمل أعضاء عاملين، وهم سماسرة الأوراق المالية ، وأعضاء منضمين من المصارف

وكذا الشركات وصناديق الادخار التى تعمل فى مجال الأوراق المالية والتى يصدر بتحديدها قرار من الوزير المختص وذلك بالاضافة إلى أعضاء مراسلين ، وهم السماسرة المقيدون فى البورصات الأجنبية ، على أن يعمل السمسار المراسل عن طريق سمسار مصرى ويشترط المعاملة بالمثل .

٢- إدارة بورصات الأوراق المالية :

نصت المادة (٢) من قانون الإصدار على أن تعتبر بورصات الأوراق المالية أشخاصاً اعتبارية عامة ، وتتولى إدارة أموالها ، وتكون لها أهلية التقاضى .

وتدير كل بورصة الأجهزة الآتية :

١- لجنة البورصة :

وتتشكل من سبعة عشرة عضواً ، تسعة منهم من السماسرة وخمسة من الأعضاء المنضمين وثلاثة يعينهم المختص لمدة سنتين - وينتخب السماسرة والأعضاء المنضمون ممثليهم فى لجنة البورصة لمدة سنتين .

وللجنة البورصة مكتب يتكون من رئيس ونائب وأمين صندوق كما تشكل اللجنة فى أول جلسة تعقدها بعد كل انتخاب سنوى لجاناً فرعية بقدر ما تستلزمه حاجة العمل .

وتختص لجنة البورصة بما يلى :

- تحقيق حسن سير العمل فى البورصة باتخاذ ما تقتضيه الظروف من الإجراءات .

- للجنة سلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة وعلى جميع المندوبين الرئيسيين والوسطاء .

- يجوز للجنة البورصة إذا طرأت ظروف خطيرة أن تقرر - بأغلبية خاصة - تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار الاقفال فى اليوم السابق على القرار ، ويبلغ القرار يوم اتخاذه

إلى الوزير المختص وللوزير أن يرفضه أو يوقف تنفيذه أو أن يؤيده .

٢- الجمعيات العامة :

وتتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنضمين ، وتعقد سنوياً في شهر مارس وذلك بعد ثمانية أيام على الأقل من ابلاغ الحساب السنوى إلى الأعضاء وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وابداء الرغبات فى جميع المسائل التى تتعلق بالبورصة وعلى الأخص فيما يتعلق باللائحة الداخلية .

٣- اللجنة العليا للبورصات :

وتشكل برئاسة هيئة سوق المال أو نائبه ، وعضوية مكتب لجنة كل بورصة ، وعضوين من كل بورصة ، وأحد الأعضاء المعينين عن كل بورصة ومندوب الحكومة لدى هذه البورصات .

ومهمة هذه اللجنة اتخاذ التدابير الكفيلة بتطبيق القوانين واللوائح تطبيقاً متماثلاً فى جميع البورصات وتوحيد أساليب العمل فيها بقدر الاستطاعة والبحث فى جميع المسائل التى تهم هذه البورصات بصفة عامة ، وتعرض قرارات اللجنة على الوزير المختص للتصديق عليها .

٤- هيئة التحكيم :

تشكل هيئة تحكيم للفصل فى جميع المنازعات التى تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم أو بين أحدهم وبين عميل بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم ، وتكون قرارات الهيئة غير قابلة للاستئناف كما تشكل هيئة أخرى لفض المنازعات التى قد تنشأ بالمقصورة .

٥- مجلس التأديب :

ويشكل برئاسة رئيس لجنة البورصة أو من يقوم مقامه وعضوية عضو منضم من أعضاء اللجنة وعضو من أعضائها كذلك .

ويختص بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين

البورصة ولوائحها ، وكذلك جميع المسائل التى تمس حسن سير العمل والنظام فى البورصة - وتكون مداولات المجلس سرية وتصدر قراراته بأغلبية الأصوات - وتتدرج العقوبات من الانذار والغرامة إلى الوقف والشطب - وقرارات المجلس بالانذار أو الغرامة غير قابلة للاستئناف أما الوقف والشطب فتستأنف أمام لجنة تشكل من مستشار مجلس الدولة، وعضوية سمسار وعضو منضم من أعضاء اللجنة .

كما يختص مجلس التأديب بوقف التعامل مع عضو البورصة أو وسيط أو مندوب رئيسى إذا اتهم فى جناية أو جنحة مخلة بالشرف و إذا قبض عليه فى ذمة التحقيق فى أحدى هذه الجرائم وذلك لمدة ثلاثة أشهر قابلة للمد .

٦- مندوب الحكومة :

تشرف الحكومة على جميع البورصات ، وهى صاحبة الكلمة العليا فيها ، ولذلك فقد نصت المادة ١٠٢ من القانون على أن تعين الوزارة المختصة لدى كل بورصة مندوباً أو أكثر تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح- ويجب أن يدعى مندوب الحكومة لحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة ومجلس التأديب وهيئة التحكيم واللجان الفرعية المختلفة وإلا كانت قراراتها باطلة، ولمندوب الحكومة الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعيةإذا صدرت مخالفة لقوانين البورصة أو لوائحها أو للصالح العام.

أعضاء البورصة :

هناك مجموعة متنوعة من الأعضاء فى البورصة ، ويمكن تقسيم هذه الأنواع إلى ما يلى :

١- أعضاءعاملين .

٢- أعضاء منضمين

٣- أعضاء مراسلين .

وفيما يلى نناقش ذلك :

(١) الأعضاء العاملين :

ويقصد بهم سماسرة البورصة . وهناك مجموعة من الشروط التى يجب توافرها فيمن يعمل فى وظيفة سمسار ببورصة الأوراق المالية ، ومن أهم هذه الشروط ما يلى :

أ- أن يكون مصرياً لا يقل عمره عن ٢٥ سنة .

ب- أن يكون حاصل على مؤهل دراسى عالى .

ج- أن تتوافر لديه الأهلية القانونية .

د- الا يكون قد أشهر إفلاسه ما لم يرد إليه اعتباره ، والا يكون قد حكم عليه فى جناية سرقة أو نصب أو خيانة أمانة أو تزوير أو مخالفة قوانين النقد ، وأن يكون حسن السمعة والسلوك.

هـ- الا يكون عضواً فى مجلس إدارة إحدى الشركات او المحلات التجارية أو البنوك والا يكون من العاملين بها بأى صفة من الصفات .

و- الا يكون قد حكم عليه فى أثناء عمله بأحد مكاتب السمسرة بعقوبة الغرامة بمبلغ يزيد عن ١٠٠ جنيه أو الايقاف خلال فترة الثلاث سنوات السابقة على تقدمه بطلبه .

ز- الا يزاول أى عمل تجارى خلاف عمل البورصة .

ح- الا يكون هو أو زوجته أو أبنائه ممن يقومون بعمليات بيع الأوراق المالية بالأجل .

ط- أن يكون لديه رأسمال نقدى لا يقل عن ١٠,٠٠٠ جنيه .

ى- أن يجتاز بنجاح اختباراً تحريريًا وشفهياً أمام لجنة القبول بالبورصة .

ك - ان تتوفر له الخبرة للقيام بعمله كسمسار من خلال قضاء ٣ سنوات على الأقل فى تدريب عملى كوكيل لأحد السماسرة أو أحد

الأعضاء المنضمين ، وأن يكون قد قضى ٣ سنوات على الأقل كمندوب رئيس أو ٤ سنوات كوسيط، ويستثنى من ذلك الحاصلون على شهادات جامعية حيث تنخفض هذه المدة إلى سنة واحدة فقط .

الأعمال المحظورة على الأعضاء العاملين ممارستها :

هناك مجموعة من الأعمال يحظر على السمسار مزاولتها ، ومن أهم هذه الأعمال ما يلى :

أ- لا يحق للسمسار أن يقترض بضمان أوراق مالية مملوكة له إلا فى حدود مبلغ لا يزيد عن ثلثى رأسماله ، والا يزيد مبلغ القرض عن نصف قيمة الأوراق المالية الضامنة له .

ب- لا يحق له أن يعقد عمليات فى البورصة لحسابه أو لحساب زوجته أو أقاربه إلى الدرجة الرابعة ، أو معاونيه أو شركائه عند تنفيذه لأوامر صادرة من عملائه .

ج- لا يحق له أن يقترض بضمان أوراق مالية مودعة لديه من عملائه .

د- لا يحق له أن يقرض الغير من العاملين فى الحكومة والهيئات العامة أو الخاصة بضمان أوراق مالية .

(٢) الأعضاء المنضمين :

وهم البنوك والشركات وصناديق الادخار التى تعمل فى مجال الأوراق المالية والتى يصدر بتحديدها قرار من الوزير المختص. ويشترط فى العضو المنضم مجموعة من الشروط أهمها : أن تأخذ شركة الشركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم كشكلاً قانونيًا لها ، ويشترط بالنسبة لرأسمالها ما يلى :

أ - الا يقل رأس المال عن ربع مليون جنيه وذلك بالنسبة لنشاط السمسرة ، والا يقل الجزء المدفوع منه عن الربع أيضاً .

ب- ألا يقل رأس المال المصدر عن ٣ مليون جنيه يمثل المدفوع منه

١,٥ مليون جنيه على الأقل وذلك بالنسبة للأنشطة التالية :

- نشاط المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية .
- نشاط ترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية .
- نشاط تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية .
- نشاط الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقاً مالية ، أو فى زيادة رأسمال هذه الشركات إذا كان هدف الشركة الأساسى ممارسة هذا النشاط ، أو إذا كانت الشركة بمفردها أو مع مؤسسيها تملك أكثر من نصف رأسمال خمس شركات أو أكثر ، من الشركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم .

ج- الا يقل راس المال عن ١٠ مليون جنيه مدفوعة بالكامل وذلك لممارسة نشاط رأس المال المخاطر بهدف تمويل نشاط الشركات عالية المخاطر أو التى تعانى قصوراً فى التمويل وطول فترة الاسترداد .

والهدف من الشروط السابقة بالنسبة لراس المال تحقيق الأمان والاستقرار للأنشطة التى تتم ممارستها فى البورصة.

(٣) الأعضاء المراسلين :

وهم سماسرة الأوراق المالية المقيدون فى البورصات الأجنبية بشرط أن يعملوا من خلال سماسرة مصريين وبشرط المعاملة بالمثل .

المتعاملون فى بورصة الأوراق المالية :

تختلف أهداف المتعاملين فى بيع وشراء الأوراق المالية فى البورصة فهناك من يهدف لتحقيق عائد من وراء هذه الأوراق ، وهناك من يهدف إلى السيطرة على إدارة الشركة المصدرة للأوراق المالية ، وهناك من يضارب على ارتفاع أو انخفاض أسعار هذه الأوراق ويضارب على ذلك بالشراء أو البيع طبقًا لتوقعاته وبناء على الأهداف المختلفة للمتعاملين

يمكن أن نقسمه إلى المجموعات الثلاثة التالية :

(١) *المستثمرون :*

يمكن تقسيمهم إلى نوعين أساسيين هما :

أ- المستثمر العادى :

وهو المستثمر الذى يتعامل فى الأوراق المالية بهدف الحصول على عائد مناسب .

ب- المستثمر الداخلى :

وهو المستثمر الذى يقوم بشراء الأوراق المالية لشركة معينة بهدف المشاركة فى إدارة الشركة والتأثير فى مجريات الأمور بها ، ويكون العائد من الأوراق المالية فى المرتبة الثانية بالنسبة له .

(٢) *المضاربون الهواة :*

وهى مجموعة تتعامل فى الأوراق المالية بهدف الاستفادة من فروق الأسعار بين البيع والشراء ولكن قرارات الشراء هنا لا تكون مدروسة دراسة كافية ومتأنية .

(٣) *المضاربون المحترفون :*

وهى مجموعة تتفق مع المجموعة السابقة فى أنها تتعامل فى الأوراق المالية بهدف الاستفادة من فروق الأسعار بين البيع والشراء من أجل تحقيق مكاسب مناسبة ، ولكنها تختلف عنها من حيث توافر الخبرة والدراسة الواعية المتأنية والاعتماد على أدوات التحليل الاحصائى والاقتصادى والأساليب العلمية التى يمكن من خلالها ترشيد قرارات التداول حيث يمكن لهذه المجموعة التنبؤ بحركة الأسعار واتجاهاتها ومعرفة العوامل الخارجية المؤثرة على السوق ، وكذلك معرفة النواحى الفنية بالأسواق والتى لها تأثير على حركة الأسعار واتجاهاتها .

أوامر البورصة (١) :

تعتبر أوامر البيع والشراء فى البورصة هى نقطة البدء فى معاملاتها ، وبمقتضاها يصدر أمر من العميل إلى السمسار الذى يختاره ، يخطره فيها برغبته فى إجراء عملية من عمليات البورصة ، ويسمى الأمر أمر شراء إذا كانت رغبة العميل هى الشراء ، ويسمى أمر بيع إذا كان غرض العميل هو البيع ، وهذه الأوامر بنوعيها يطلق عليها أوامر البورصة .

وترجع أهمية أوامر البورصة إلى أنه لا يجوز لأحد غير السماسرة أن يجرى صفقات داخل البورصة ، وقد نصت المادة ١٨ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م على أنه : « يكون التعامل فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك، وإلا وقع التعامل باطلاً ، وتضمن الشركة سلامة العملية التى تتم بواسطتها » .

وقد ألزم القانون شركات السمسرة بأن تقوم بتسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليها ، ويتضمن التسجيل كافة البيانات المتعلقة بالأمر من حيث مضمونه ، واسم مصدره ، وصفته ، وساعة وكيفية وروده للشركة ، والثمن الذى يرغب العميل البيع به ، ويصدر العميل أمره إلى شركة السمسرة فى أى صورة ممكنة ، كأن يكون خطاباً ، أو برقية تليفون ، أو عن طريق أحد البنوك التى يتعامل معها العميل .

ويشترط فى أمر البورصة أن يكون صادراً عن شخص تتوافر فيه الأهلية، ولذلك لا يكون أمر البورصة صحيحاً إذا صدر عن شخص عديم الأهلية ، أو منعدم الأهلية ، أو الرضا ، أو كان رضاؤه معيبًا أو منقوصًا ، لذلك فإن من واجبات شركة السمسرة التحقق من ذلك خاصةً إذا كان غير معروف لديها ، فتتحقق منه شخصياً ومن صفته متى كان يتصرف لحساب شخص آخر ، ويتأكد من ملكيته للصكوك المراد التصرف فيها بالبيع (١) .

---

(١) د. أحمد محمد لطفى أحمد – مرجع سبق ذكره ، ص ١٢٧ وما بعدها .

(٢) د/ عطية السيد فياض – سوق الأوراق المالية ، ص ٢٥٣ .

أنواع أوامر البورصة :

تتنوع أوامر البورصة إلى أربعة أنواع :

أولاً : الأوامر المحددة لسعر التنفيذ :

ويقصد بها الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه ، وفي هذه الحالة يتخذ العميل أحد المواقف التالية :

١- قد يصدر العميل أمره إلى السمسار بالبيع أو الشراء بأحسن ما يكون أو بأفضل سعر ، وفي هذه الحالة لا يتقيد السمسار بسعر معين ، ولكنه يبذل قصارى جهده ليتم التعاقد وفقاً لأفضل سعر ، فإذا كان سعر الصك يتجه نحو الصعود سارع إلى الشراء عند فتح البورصة، وإن كان يتجه نحو الهبوط تمهل لكي يشتري قبل إغلاق البورصة مباشرة حتى يفوز في الحالتين بأحسن سعر ، وهو أقل سعر عند الشراء وأعلى سعر عند البيع ، ويلتزم السمسار بالتعاقد بأحسن ما يكون حتى في الحالات التي لا ترد فيها هذه العبارة في أمر البورصة ، لأن ذلك مما يوجبه مبدأ حسن النية .

٢- قد يصدر العميل أمره إلى السمسار بالتعاقد بسعر محدد ، وفي مثل هذا الفرض يتقيد السمسار بهذا التحديد ما لم يتمكن من البيع بأعلى منه ، أو الشراء بأقل منه حسب الأحوال على أساس أن المفهوم ضمناً أن العميل قصد أن يتعاقد السمسار بالسعر الذي عينه أو أحسن منه .

٣- قد يتم تحديد السعر بطريقة تقريبية ، وفي مثل هذا الفرض يلتزم السمسار بالتعاقد بسعر يرتفع أو يقل قليلاً عن السعر الذي حدده العميل ، وذلك إذا لم يستطع التعاقد بنفس السعر أو التعاقد بسعر أفضل .

٤- قد يترك العميل للسمسار تحديد السعر المناسب وفقاً لتقديره، بحيث يكون للسمسار حرية في التقدير ، فيستطيع أن ينفذ الأمر مرة

واحـدة ، أو يوزعه على عدة جلسـات ، أو لا ينفـذه مطلقـًا إذا رأى عـدم صلاحية ملائمة العملية أو السعر ، أو ينفذه وفقاً للسعر الذى يراه مناسباً .

٥- قد يصـدر العميل أمره إلى السمسـار بالتعاقد بسعر الفتح ، أو بسعر الإقفال ، أو بمتوسط أسعار اليوم ، أو بأى سعر يمكن الحصول عليه (١) .

ثانيًا : الأوامر المحددة لوقت التنفيذ :

يقصد بها : الأوامـر التى يكون الزمن هو الفيصل فـى تنفيـذها ، وقد تكون مدة الأمر يوماً ، أو أسبوعاً ، أو شهراً ، وقد يكون مفتوحاً لا يوجد تاريخ محـدد لتنفيذه ، وفى هذه الحالة يجب على الشركة عرضه فى أول جلسـة تاليـة لوروده، وإلا يصـبح باطلاً مـا لم يتـفق على غيـر ذلك.

وتنص المادة ٩٥ مـن اللائحـة التنفيـذية لسوق رأس المال على أنه : « يجب على شـركة السمسـرة عـرض أوامر العـملاء خـلال المدة المحددة وبالشروط المحددة لأوامرهـم ، وإذا لم يحدد العـميل أجلاً لتنفيذ الأوامر وجب على الشركة عرضه فى أول جلسة تالية لوروده » .

ثالثا : الأوامر التى تجمع بين سعر ووقت التنفيذ :

وفيها يحدد الأمر السعر المعين خلال فترة زمنية معينة ، قد تكون هذه الفتـرة يوماً أو شـهراً أو أكثـر ، وهـى بذلك تجمع بين مـزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ ، والأوامر المحددة لوقت التنفيذ .

رابعًا : الأوامر الخاصة :

وهـى الأوامر التى تقيد من حرية السمسار ، كالأوامر التى لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين أو تعداه ، وقد يضع العميل

---

(١) د/ عبـد الفضـيل محمد أحمد - بورصات الأوراق المالـية ، ص ٩٤ وما بعدها ، د/ عطية السيد فياض - سوق الأوراق المالية ، ص ٢٥٣ وما بعدها ، د/ عبد الباسط وفا - بورصة الأوراق المالية - ص ٣٠ وما بعدها .

حداً أدنى لسعر البيع ، وحداً أقصى لسعر الشراء ولا يتم التعامل إلا بذلك أو أفضل منه (١) .

ويجب على شركة السمسرة أن تقوم بعرض أوامر العملاء بطريقة تكفل العلانية ، وبالبيانات اللازمة للتعريف بالعملية وفقًا للقواعد التى تقرها الهيئة ، وفى حالة قيام الشركة بتنفيذ أوامر صادرة إليها ، فعليها أن تعلن عن ذلك بطريقة واضحة على لوحة التداول لمدة نصف ساعة على الأقل قبل تنفيذ العملية على أن تكون أسعارها مساوية لسعر الإقفال ، أو سعر التداول حسب الأحوال .

طرق تنفيذ أوامر البورصة :

يتفق العاملون فى سوق الأوراق المالية على أن أوامر البورصة تنفذ بإحدى طريقتين :

الطريقة الأولى : صفقات البورصة :

وهى الطريقة الغالبة عملاً ، وتتمثل فى النداء باسم الصك فإذا وجد النداء قبولاً من سمسار آخر يصرح برغبته فى التعاقد مع ذكر الثمن ، وعندئذ تنفذ الصفقة .

ونصت المادة ٩٢ من اللائحة التنفيذية لسوق المال على وجوب عرض أوامر العملاء بطريقة واضحة وعلنية ، سواء شفوياً أم كتاباً على لوحة التداول ، فإذا وجد السماسرة مجيبًا لأوامرهم فإنه يطلب من كاتب المقصورة تدوين ذلك ، ويترتب على التدوين حق التقدم فى عقد صفقة متى تساوت كمية الصكوك المراد التعامل فيها ، وكان السعر المعلن للشراء فى البورصة يعادل السعر المعروض للبيع على اللوحة أو تجاوزه أو كان سعر البيع المدون فى اللوحة يساوى سعر الشراء المعلن أو يقل عنه فإذا لم يتلق الطلب أو العرض مجيباً إلى نهاية الجلسة ، فإن

---

(١) د/ منير هندى – الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، ص ٥٢١ ، د/ عطية فياض – سوق الأوراق المالية ، ص ٢٥٣ وما بعدها .

الأسعار المدونة تعتبر اسعار إقفال بشرط أن يكون سعر العرض أقل ، وسعر الطلب أزيد من سعر آخر عملية عقدت (١) .

الطريقة الثانية : الصفقات التطبيقية :

وهذه الطريقة تفترض أن نفس السمسار تلقى أمر من عميلين مختلفين احدهما بالبيع ، والآخر بالشراء عدد معين من أوراق مالية معينة ، وعندئذ يبرم السمسار الصفقة لحساب العميلين .

ومثار الصعوبة أن الصفقات التطبيقية تحرم العملاء من العلانية التى تكفلها الطريقة السابقة ، والتى يطمئن فيها إلى عدالة السعر ، وهو ما يتطلب إذا أريد تحقيق نفس الضمانات أن ينفذ السمسار أمر البيع وأمر الشراء فى المقصورة كلاً بمعزل عن الآخر بحيث يبيع لسمسار تنفيذاً لأمر بيع ، ويشترى من سمسار ثالث تنفيذاً لأمر شراء ، وقد لوحظ فى هذا السلوك من إفراط فى الشكلية ، ومن ثم كان البديل هو إجراء عمليات تطبيقية، بحيث يجرى السمسار تنفيذ أوامر البيع وأوامر الشراء بحيث يجرى كل التعاقد لحساب عميلين من عملائه ، وحتى لا يكون فى إجراء الصفقات على هذا النحو تفويت لفرصة الحصول على سعر أفضل فى البورصة ، فإنه يتعين إتباع متوسط أسعار اليوم أو سعر أحدث عملية عقدت فى المقصورة ، وذلك متى كانت أوامر البيع والشراء بأحسن ما يكون ، فإذا كانت الأوامر بسعر محدد تعين انتظار عقد صفقة فى المقصورة بالسعر المحدد ليتم التعاقد بمقتضاه (٢) .

---

(١) د/ عطية فياض – سوق الأوراق المالية ، ص ٢٥٤ .

(٢) د/ عبد الفضيل محمد أحمد – بورصات الأوراق المالية ، ص ١٠٠ ، د/ عطية السيد فياض – سوق الأوراق المالية ، ص ٢٥٥ .

قواعد الاستثمارات فى البورصة
(الميثاق) (١)

فيما يلى قائمة بأهم القواعد الارشادية التى تساعد المستثمر فى التعامل مع البورصة بشكل عام ، ومع بورصة الأوراق المالية بشكل خاص :

١- استخدام الفائض الحقيقى للمستثمر ، أى الأموال التى لا يحتاج إليها بصورة عاجلة Promptly .

٢- الابقاء على الأموال المستثمرة لأطول فترة ممكنة فى شكل الأوراق المالية .

٣- التركيز على شراء الأسهم ومن ثم إمكانية السيطرة على إدارة شركات قطاع الأعمال ، كما يساهم ذلك فى تجنب تفتيت الملكية والتخلص من الإدارة غير العلمية .

٤- طرح نسبة من (جزء من) أسهم الشركات الفردية والعالمية للاكتتاب العام حتى يتمكن صغار المستثمرين من المشاركة فى الملكية وتنويع المخاطر ، ثم تحويل قيمة وحصيلة الأسهم المباعة إلى شراء أسهم فى شركات ومنظمات جديدة وبالتالى ينتعش الاقتصاد القومى المصرى .

٥- وجود عدد من المستثمرين من ذوى الخبرة الاقتصادية الطويلة فى التعامل مع أسواق المال لأن ذلك يسام فى ترشيد أداء البورصة .

٦- المحافظة على ومراعاة الشفافية وسرية المعلومات حتى يتحقق العدل فى تعامل كل الأفراد كباراً وصغاراً فى البورصة .

---

(١) د. محسن عاطف – مرجع سبق ذكره ص ٢٤٠ .

٧- تشجيع الاستثمارات العربية والأجنبية فى سوق الإصدار وفى الاستثمار المباشر .

٨- مراعاة الضوابط والضمانات التى تضعها الدولة من خلال مجموعة قوانين الاستثمار المعمول بها فى جمهورية مصر العربية حالياً ولتجنب الهزات المالية والمضاربات .

٩- قيام الرأى العام وأجهزة الإعلام فى الترويج وتنشيط التعامل مع البورصات واستثمار المدخرات .

١٠- ربط البورصة بنظام المقاصة والتسوية الدولى Euro-Clear اليوروكلير ، وذلك من خلال ممارسة ومقارنة عدة إجراءات تهدف توفير البنية المؤسسية المتطورة التى تساهم البورصة للقيام بدورها فى ممارسة نشاط مالى واستثمارى اقليمى وعالمى . وفى هذا المجال يجب دراسة :

أ- جدوى الإجراءات .

ب- العائد على البورصة فى المدى القصير والطويل الأجل (توقيت التنفيذ) .

وفيما يلى عرض سريع لأهم المؤشرات والمقاييس المتعارف عليها فى قياس أداء البورصات حديثة العهد بالعمل فى تداول الأوراق المالية :

أ- مؤشرات الاستثمار Investable Indeces التى تطبقها هيئة التمويل الدولية IFC حيث يأخذها الأجانب فى الحسبان لما تشمله من كافة القيود التى يتعرضون لها فى الاستثمار فى أية بورصة خارج دولهم . وتهدف المؤشرات إلى معرفة عمليةتحليل الاستثمار جيداً .

ب- الاهتمام بالنواحى الفنية للأسعار أكثر من الاهتمام بالنواحى الأصولية. وفى هذا الصدد فإن مؤشر هيئة التمويل الدولية IFC يعتبر جيد نلك لأنه يأخذ عينة مناسبة يراعى فيها التماثل بين القطاعات والأسهم. ويمكن أن يصير التحليل فى اتجاهين حيث لا تعارض

بينهما، تحليل طويل الأجل على شكل سلسلة زمنية كافية للتحليل ، وتحليل يومى .

جـ- الانحراف المعيارى يعتبر أحد مقاييس المخاطر إلا انه يعتبر أفضل مقاييس للمخاطرة المطلقة فى الأسواق الناشئة (جمهورية مصر العربية واحدة من أفضل ٢٨ دولة حاليًا حسب نتائج وتقارير هيئة التمويل الدولية التى يشجع فيها الاستثمار الأجنبى، وذلك طبقاً للبيانات والمعلومات المتاحة فى يناير ٢٠٠٠) .

هذا وتجدر الإشارة إلى أن المخاطر نوعين أولهما العامة حيث لا يستطيع المستثمر تجنبها رغم تنوع استثماراته . وثانيهما المخاطر الخاصة التى يمكن تجنبها من خلال التنويع الكفء للاستثمارات . ثم محاولة المقارنة بينهما ، وتصبح النتيجة = ... مرة .

المشاكل التى تواجه البورصة المصرية (١) :

تواجه البورصة فى مصر عدة مشاكل يمكن إجمالها فيما يلى:

١- غياب نشاط البورصة فى مصر لعدة عقود ادى إلى غياب « ثقافة البورصة » وهو ما أثر على نشاطها إذ أن البورصة لا تنشط إلا إذا اقتنع الأفراد بالاستثمار فيها ، لأن المستثمر الواعى هو الذى يحقق نجاح البورصة لا المضاربين .

٢- الشفافية فى المعلومات وبحيث يتاح للمستثمرين معلومات تجنبهم الغموض خاصة بالنسبة للمستثمر الفرد وعادة المستثمرين الذين يستثمرون أموالهم فى البورصة هو إما فرد رشيد لديه معلومات ومقاييس ومؤشرات أو بنك يعمل فى نفس القطاع ولديه أيضًا معلومات تتيح له اتخاذ القرار الرشيد وجميعهم يحتاجون لوضوح المعلومات .

---

(١) د. درويش مرعى – الإدارة المالية – مرجع سبق ذكره ص ٢٤٤ .

٣- من مشاكل البورصة المصرية إن التداول لا يتم إلا على عدد محدود من الأسهم يمثل اقل من ١٠٪ من الأسهم والأوراق المقيدة فى البورصة.

٤- من الملاحظ أن المضاربين يلعبون دوراً هامًا فى نشاط البورصة، وهؤلاء يستثمرون بأموال ضخمة ، الأمر الذى يؤثر على العرض والطلب لمصلحة المضارب بطبيعة الحال .

٥- غياب صناع السوق Market Makers عن البورصة أمر يخضع معاملاتها للتقلبات الفجائية ، وكذلك فإن الكثير من الأدوات المالية المستخدمة لا تستخدم فى السوق المصرية ، وإن كانت هناك جهود لإدخالها .

٦- تتوقف فاعلية البورصة كسوق للتداول على فاعلية سوق الإصدار ومن الواضح أن سوق الإصدار فى مصر - غير فعال الأمر الذى يؤثر سلباً على البورصة باعتبارها سوق للتداول .

ثانيًا : الأسواق الموازية :

هى التى لا تخضع فى معاملاتها لأية لوائح أو قواعد ، ولا يكون أحد طرفى التعامل فيها منشأة مالية وتسودها أسعار فائدة مرتفعة غالبًا وتمتلئ هذه السوق بالمرابين والمضاربين . وغالباً ما تنتشر هذه الأسواق فى الدول الأقل تقدماً وفى معظم دول العالم الثالث .

وغالبًا ما توجد الأسواق المالية الغير منظمة خارج البورصات وتتسم بعدة خصائص تميزها عن السوق المنظم وتتمثل فيما يلى :

– سرعة إجراء العمليات والصفقات المالية شراءً وبيعاً .

– تعتبر سوق منافس لبورصات الأوراق المالية حيث تتسم بكبر حجم المعاملات وبساطة اجراءات التعاقد .

– يتم التعامل فيها فى الأوراق المالية الغير مسجلة فى بورصة الأوراق المالية وبخاصة فى السندات والأسهم الممتازة .

– يتطلب العمل فى الأسواق الغير منظمة خبرة وكفاءة عالية من قبل المتعاملين فيها نظراً لاعتماد أسعار البيع والشراء على التفاوض والخبرة .

– يعتبر السماسرة هم صانعى السوق فى السوق المالى المنظم ، أما فى السوق المالى غير المنظم فتعتبر كل فئة تقوم بالبيع أو الشراء صانعة سوق .

الفصل الخامس
الأوراق المـاليــة

الأوراق المالية هى أدوات الاستثمار المالى وهى تعتبر أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها وهذه الأوراق هى صكوك أو مستندات تعطى لحاملها أو صاحبها الحق فى الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقًا، كما أنها تضمن حق أصحابها فى استرداد القيمة الأصلية (الاسمية) الورقة فى نهاية مدة معينة أو الحق فى الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها فى ظل ظروف معينة وكذلك حق التصرف فى الورقة ذاتها فى أى وقت .

أنواع الأوراق المالية :

أ) الأوراق المالية ذات الدخل الثابت :

هى أوراق مالية تعد مستثمريها بدخل أو عائد نقدى يتم تحديده مقدماً ويتم دفعه على فترات دورية . هذا وتعتبر السندات أكثر الأوراق المالية شيوعاً وهذه السندات تعبر عن مديونية ، فالسند جزء من قرض طويل الأجل .

وتعتبر السندات من أكثر الطرق شيوعاً لحصول المشروعات الخاصة والحكومات على المتاح من الأرصدة النقدية والسندات إما أن يصدرها شخص عام كالدولة (أو هيئاتها) أو شخص خاص (شركة أو مشروع) .

تختلف السندات حسب استهلاكها وسعر فائدتها ودرجة المخاطر المتعلقة لكل منها أيضًا بعض المنظمات تصدر ما يعرف بالسندات

---

(١) د. أحمد ابراهيم عبد الهادى – الإدارة المالية – مدخل معاصر . غير معين الناشر وسنة النشر ص ٢٣٥ وما بعدها .

القابلة للتحويل لأسهم هذا بالإضافة إلى السندات ذات الفائدة المتغيرة وفيما يلى بعض أنواع السندات :

- السندات الحكومية :

قد تصدر الحكومة أو إحدى هيئاتها سندات طويلة الأجل تتراوح مددها بين أكثر من سنة إلى عدد كبير من السنوات قد يصل إلى أكثر من خمس وعشرين سنة وتتميز السندات الحكومية عن باقى أنواع السندات بمخاطرة أقل ولهذا نلاحظ انخفاض أسعار فوائد هذه السندات عن أسعار فوائد السندات التى تصدرها منظمات أخرى .

- سندات الشركات :

تلجأ بعض المنظمات كبيرة الحجم إلى إصدار سندات وهو ما يمثل اقتراض طويل الأجل ويوجد أكثر من نوع من أنواع السندات التى تصدرها الشركات منها على سبيل المثال :

سندات غير مضمونة :

فى هذا النوع من السندات يحصل صاحب السند على فوائد دورية بالإضافة إلى رد الأصل عند ميعاد الاستحقاق .

سندات الرهن :

هذه السندات تشبه السندات السابقة إلا أنها تكون مضمونة بأصل ثابت ولهذا تستوفى قيمتها - إذا حدثت تصفية للشركة من الأصل الضامن لها .

سندات الدخل :

يشترط هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة السند أرباح وليس لأصحاب السندات بالنسبة لهذا النوع أية حقوق أخرى .

- السندات قابلة التحويل :

تتميز بجمع خصائص السندات كالحصول على فوائد دورية ورد

القيمة فى الميعاد إلا أنها تتميز بإمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر فى ذلك .

خصائص السندات (١) :

تتصف السندات بعدد من الخصائص تتعلق بطبيعتها وهى :

١- الخاصية القانونية :

السندات هى بمثابة صكوك يقبل حامليها وبشروط موحدة إقراض الشركة (المدين) - وتختص الشركة بتحديد هذه الشروط مسبقًا ومن طرف واحد - ويعنى هذا أن المكتتبين فى هذه السندات يقبلون هذه الشروط بدون تحفظ - ومن ناحية أخرى لحاملى هذه الصكوك الحق فى التنازل عنها وبيعها فى أى وقت وبدون علم المدين (الشركة) وتشكل هذه الخصائص الأساس القانونى لتنظيم العلاقة بين الدائن والمدين .

٢- خاصية التداول بالبورصة :

السندات هى صكوك لحاملها أى قابلة للتداول - ولا تتحقق هذه الخاصية إلا إذا وجدت سوق نشطة لراس المال لتسهيل تداول الأوراق المالية - ولهذا السبب نجد فى نشرة الإصدار شرط يتم بموجبه قيد الإصدار بالبورصة حتى تدرج السندات بجدول أسعار البورصة - وبدون هذا الشرط يصعب إصدار وتغطية القرض ، وبذلك تعتبر السندات إستثمارات مالية ينبغى دراسة إمكانية الرستثمار فيها من وجهة نظر المستثمر .

٣- الخاصية المالية :

تعتبر هذه الخاصية ذات أهمية بالنسبة للشركة المصدرة للسندات - فهى تعتبر بمثابة قرض طويل الأجل ، له معدل فائدة إسمى ثابت

---

(١) د. عبد الغفار حنفى - البورصات - مرجع سبق ذكره - ص ٢١٤ وما بعدها .

ومحدد مسبقًا – مما يعنى أن اصدار القرض فى حد ذاته قرار مالى حساس يتطلب دراسة متأنية قبل إصداره ومعرفة التكاليف المالية المترتبة على ذلك – حيث تتعرض لهذه الجوانب خاصة تكلفته وشروط إصداره وشروط السداد وغير ذلك من النواحى .

٤- تكلفة السندات :

تتضمن تكلفة السندات الفائدة السنوية أو النصف سنوية التى سوف تتحملها المنظمة خلال مدة القرض – تحسب هذه التكلفة بضرب معدل الفائدة الإسمى × القيمة الإسمية للقرض .

∴ التكلفة الإسمية السنوية للقرض = معدل الفائدة الإسمى × القيمة الإسمية للقرض .

يحدد معدل الفائدة الإسمى فى نشرة الإصدار وتشكل العنصر الأساسى فى التكلفة ، ولكن من الخطأ إعتبارها عنصر التكلفة الوحيد الذى يجب أخذه فى الحسبان عند تقدير تكلفة القرض .

ماذا يقصد بتكلفة الإقتراض وما هى مكونات هذه التكلفة ؟

قبل حساب تكلفة القرض الحقيقية – لابد من التعرف على المفاهيم الخاصة بالتكلفة بطريقة مختصرة .

تعتبر تكلفة الفرصة البديلة أكثر أنواع التكاليف أهمية – فنظرًا لأن حجم الموارد المتاحة بصفة عامة أقل من الإستخدامات المتاحة – مما يتطلب تخصيص هذه الموارد المحدودة – على الإستخدامات البديلة بطريقة تؤدى إلى تعظيم المنفعة أو العائد أى أن العملية تخضع لعملية الإختيار والإنتقاء لمجالات الإستخدام التى توزع عليها هذه الموارد – وهو ما يعنى التخلى عن فرص إستثمارية معينة لصالح فرص إستثمارية أخرى – ويتم هذا بناء على تكلفة الفرص البديلة .

مع فرص ثبات الظروف والمتغيرات الأخرى – فإن الفرد أو المنظمة لن تقبل تخصيص أموال لإستخدام معين إلا إذا تولد عن هذا الإستخدام عائد لا يقل عن العوائد التى يمكن تحقيقها من الفرص الإستثمارية الأخرى البديلة والمتاحة فى السوق .

إذا ما تم تطبيق هذه القاعدة فإننا نصل إلى ما يسمى بنقطة تساوى العوائد وبالتالى التعرف على عائد السوق - حيث يقيس هذا العائد الحد الأدنى لما يجب أن يحققه التوظيف أو الإستثمار حتى يكون موضعاً للإختيار .

يمكن تصنيف السندات المتداولة بالسوق إلى سندات الدولة ، وأذونات الخزانة ، وسندات الشركات ... ويوجد معدل للسوق والذى يتمثل فى الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب فى لحظة معينة ولفئة معينة من السندات . يعنى هذا أنه لا يمكن للمنظمة أن تنجح أو تضمن تغطية الإكتتاب إلا إذا كان معدل العائد الذى يحققه السند للمستثمر لا يقل عن معدل العائد فى السوق على هذا النوع من الإستثمارات - مما يعنى بالنسبة للمنظمة أن التكلفة الضمنية (المستترة) للقرض تساوى عائد السوق (الحد الأدنى من العائد المطلوب) .

تتوقف التكلفة الضمنية للقرض (الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب) على عديد من العوامل نذكر منها :

١- الظروف الإقتصادية العامة ، وحالة السوق المالية - حيث يتأثر معدل الفائدة أو العائد فى السوق بالتوقعات التى يحتمل أن تحدث فى هذه العوامل .

٢- المركز القانونى للمدين : فمثلاً التكلفة الضمنية للسندات التى تصدرها الشركات تكون عادة أعلى من التكلفة الضمنية للسندات الحكومية أو تلك التى تصدرها المحليات .

٣- جنسية الشركة المدنية : فالتكلفة الضمنية للقروض التى تصدرها الشركات الأجنبية أعلى من تكلفة القروض التى تصدرها الشركات الوطنية المماثلة .

٤- حجم وسمعة المنظمة المصدرة للسندات - ترتبط السمعة بالجدية فى العمل وسمات وخصائص الإدارة وكذلك مجال النشاط الإقتصادى الذى تنتمى إليه المنظمة .

٥- الضمانات المقدمة سواء كانت شخصية أو عينية ضماناً للقرض .

قياس التكلفة الضمنية :

يهمنا هنا التوصل إلى معادلة لقياس هذه التكلفة - أى قياس معدل الفائدة السائد فى السوق فى لحظة معينة - لذلك يمكن بالرجوع إلى شروط الإصدار معرفة عدد من المتغيرات التى تؤثر فى عملية القياس سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة وهى :

١- سعر الإصدار .

٢- معدل العائد الإسمى .

٣- القيمة عند الإستحقاق .

٤- مدة القرض .

الخطوة الأولى فى معرفة التكلفة الضمنية هى معرفة معدل الفائدة السائد فى السوق - حيث يمكن معرفة معدل الفائدة السوقى مباشرة من قسم المعلومات والإحصاء بالبورصة - ويمكن معرفته بدلالة التكلفة الضمنية للقرض - فى حالة ثبات الظروف الأخرى - حيث تقاس بدلالة ك (التكلفة الضمنية) وهى التى تحقق المعادلة الآتية:

$$س = مجـ_{ت=١}^{ن} \frac{ف}{(١ + ك)^{ن}} + \frac{ر}{(١ + ك)^{ن}}$$

حيث س = السعر السوقى للسند (بالجنيه) .

ف = معدل الفائدة السنوى الأسمى للسند .

ر = القيمة عند الإستحقاق للسند (بالجنيه) .

ن = المدة المتبقية حتى تاريخ الإستحقاق .

يمكن على ضوء هذه المعلومات التوصل إلى معدل الفائدة الضمنى فى أى لحظة والذى يعكس معدل الفائدة السائد فى السوق .

يلاحظ أن التكلفة الظاهرة، وسعر الإصدار ، القيمة عند الإستحقاق، ومعدل الفائدة الإسمى هى ثوابت طيلة فترة العرض ، وهنا يعنى أن التكلفة الظاهرة ثابتة – ولكن ظروف السوق متقلبة مما يعنى أن معدل الفائدة السائد فى أسواق أو التكلفة الضمنية تتغير بمرور الزمن .

نظراً لأن شروط الإصدار ثابتة – مما يعنى أن المنظمة تعرض معدل عائد يساوى معدل الفائدة فى السوق عند الإصدار حيث تحسب هذه التكلفة حسب المعادلة الآتية وبإستخدام الرموز الآتية :

ق = قيمة القرض أو السند .

خ = نسبة الخصم عند الإصدار من القيمة الإسمية .

ح = نسبة العلاوة عند السداد من القيمة الإسمية .

يلاحظ أن حجم القرض يتوقف على حجم الإستثمار الذى ينبغى تمويله – كما وأن التكلفة الضمنية هى قيد أو شرط مفروض من السوق يجب إحترامه عند الإصدار – لذلك ينبغى على المنظمة أن تتخذ قراراً بصدد تحديد مدة القرض ومعدل الفائدة الإسمى ، وسعر الإصدار ، والقيمة عند الإستحقاق أى عليها أن تبحث عن قيمة ن ، ف ، غ ، ح التى يحقق المعادلة .

$$\text{ق}\,(\text{١} - \text{خ}) = \sum_{\text{ت}=\text{١}}^{\text{ن}} \frac{\text{ف ق}}{(\text{١} + \text{ك})^{\text{ت}}} + \frac{\text{ق}\,(\text{١} + \text{ح})}{(\text{١} + \text{ك})^{\text{ت}}}$$

ف × ق = الفائدة السنوية .

ق (١ + ح) = قيمة القرض عند تاريخ الإستحقاق .

ق (١ – خ) = قيمة القرض عند الإصدار .

يتضح ما يلى :

١– أن التكلفة الإسمية أحد عناصر مكونات تكلفة القرض .

٢– أخذاً فى الإعتبار سعر الإصدار وسعر السداد فأنه قد يحدث

اختلاف بين معدل الفائدة الإسمى ومعدل الفائدة الضمنى للقرض .

شروط الإصدار :

رغم أن شروط الإصدار ثابتة ومحددة عند الإصدار إلا أنه يجب أن تكون هذه الشروط مقبولة من وجهة نظر السوق ، إذا ما رغبت فى نجاح الاكتتاب . لذلك ستركز على العوامل الكمية ذات العلاقة بالتكلفة الضمنية وشروط الإصدار .

أولاً : الجوانب الكمية لشروط الإصدار :

يلاحظ أن هذه العوامل والتى يتضمنها شروط الإصدار ذات علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالتكلفة الضمنية - حيث يشترط أن يحقق الإصدار للمكتتبين عائد يساوى على الأقل معدل الفائدة أو العائد السائد فى السوق ، لذلك يوجد أمام المنظمة العديد من البدائل لإحترام هذا الشرط - بالرجوع إلى المعادلة .

نجد أن :

$$\text{ق}\,(\text{١} - \text{خ}) = \sum_{\text{ت} = \text{١}}^{\text{ن}} \frac{\text{ف ق}}{(\text{١} + \text{ك})^{\text{ت}}} + \frac{\text{ق}\,(\text{١} + \text{ح})}{(\text{١} + \text{ك})^{\text{ت}}}$$

حيث ق ، ك معروفة القيم ومحدودة عند الإصدار .

وبذلك يستخلص ما يلى :

١- بصرف النظر عن مدة القرض (ن) وبفرض أن المنظمة تبحث عن تخفيض الأعباء السنوية للقرض ، أى ترغب فى أن تكون معدل الفائدة أقل ما يمكن والمتمثل فى ف٪ ، ولكن يجب أن يكون معدل الفائدة للقرض يساوى على الأقل معدل العائد فى السوق (ك) كشرط لنجاح الإكتتاب - مما يعنى ضرورة أن يتضمن الإصدار بخصم ، فإن المنظمة تحصل على أموال أقل من قيمة القرض وفى الحالة الثانية فإن المنظمة تدفع مبلغ اكبر عند الإستحقاق بالمقارنة بالقيمة الإسمية للقرض .

٢- بفرض أن المنظمة ترغب فى الحصول على أكبر مبلغ من الأموال نتيجة الإصدار أى تحصل على القيمة الإسمية للإصدار ، حيث يصعب الإصدار بقيمة أعلى من القيمة الأسمية وهذا يعنى أن خصم الإصدار خ = صفر ولتعويض المكتتب فلابد من زيادة معدل الفائدة الإسمى ف ، أو السداد بعلاوة (ح) .

٣- بصفة عامة تتحدد مدة القرض بناء على ظروف المنظمة ، وإمكانيات السداد المستقبلية ، فقد يسدد إما دفعة واحدة أو على اقساط أو دفعات خاصة إذا ما حدث إنخفاض فى أسعار الفائدة - ولكن إذا كا حدث سداد قبل مدة القرض فإن المنظمة تعوض المكتتب عن طريق علاوة وهى تعتبر بمثابة تعويض Compensation بحيث يحقق هذا التعويض أو العلاوة (ح) للمستثمر الحصول على معدل عائد يساوى معدل الفائدة السائد فى السوق (ك) وهو ما يجب أن يتحدد عند الإصدار .

ثانيًا : الجوانب غير الكمية للإصدار :

يقصد بذلك العوامل المرتبطة مباشرة أو غير مباشرة بالمخاطر والتى يجب أخذها فى الحسبان عند الإكتتاب ، فعند دراسة عملية التوظيف ، فإن المخاطر تعتبر من العوامل التى يجب أخذها فى الحسبان مثل العائد ، وهذا يعنى أن المنظمة تعمل على الحد من المخاطر كلما كان ذلك ممكناً . وأن الضمان الأساسى يكمن فى معدل العائد المتوقع الحصول عليه من المنظمة المصدرة للسندات، لذلك نجد أن كفاءة الإدارة، ومدى جديتها فى العمل، وحجم المنظمة، وجنسيتها ، وطبيعة الأنشطة التى تمارسها هى من العوامل الأساسية فى تقدير المخاطر ، والتى من الصعب قياسها كميًا وبدقة تامة ، لذلك تبحث المنظمة فى تقديم ضمانات للقرض فى شكل :

١- قد يكون القرض مصحوباً بضمان عينى كأصل من الأصول ، يلاحظ أن المنظمات السويسرية لا تلجأ إلى هذا النوع من القروض المضمونة برهن عينى .

٢- قد يكون القرض مصحوباً بضمان شخصى - خاصة إذا كان المدين أحد فروع الشركة ، فإن الشركة الأم تضمن هذا القرض (كالشركات القابضة والشركات التابعة) حيث تضمن سداد العوائد والقرض عند تاريخ الإستحقاق .

٣- قد تلتزم المنظمة بالإلتزام ببعض المؤشرات أو النسب (الرفع Levier ، مستوى معين من رأس المال العامل ، مستوى معين من السيولة) - وقد تحدد هذه النسب فى شروط الإصدار - وتعتبر مثل هذه الضمانات كافية إلا أنه يندر استخدامها فى السوق السويسرى .

٤- قد تلتزم المنظمة بعدم إصدار قرض فى المستقبل بضمان هذه الأصول أو لا تتجاوز القرض المزمع إصداره .

فإذا لم تجد المنظمة مثل هذه الشروط الشكلية فمن المتوقع أن توافق على معدل عائد أعلى قليلاً من معدل الفائدة أو العائد السائد فى السوق كوسيلة للتعويض عن المخاطر وكمدخل لحفز الأفراد على الإكتتاب فى القرض .

ثالثاً : سداد القرض (السندات) :

يجب أن توضح نشرة الإكتتاب طريقة وشروط السداد - فإن كانت المنظمة ستلجأ إلى السداد المبكر عن طريق السحب بالقرعة مثلاً ، فعليها أن تنص على ذلك بطريقة واضحة فى نشرة الإكتتاب . لذلك سوف نتعرض للشروط العامة للسداد الشائعة ، ثم المشكلة الخاصة بالسداد المبكر (السحب بالقرعة) .

أ- الشروط العامة للسداد :

يجب أن تحدد المنظمة فى نشرة الإكتتاب ما إذا كانت بصدد سداد القرض دفعة واحدة أو فى شكل دفعات أو أقساط وفقاً لتسلسل معين. إذا كان السداد يتم على دفعة واحدة - فإن المنظمة قد تكون إحتياطى ترحل إليه سنوياً مبلغ معين لمقابلة عملية السداد فى نهاية مدة القرض. وقد يتم الإحتفاظ بهذا الإحتياطى لدى طرف ثالث (البنك مثلاً) - وهذا

الأسلوب شائع الإستخدام فى الولايات المتحدة الأمريكية ولكن يندر استخدامه فى سويسرا .

إذا إختارت المنظمة السداد على دفعات – فإنه ينبغى عليها أن تحدد تواريخ سداد كل دفعة وكيفية السداد ، لذلك **نفرق بين حالتين :**

١– **طريقة الدفعة السنوية الثابتة** – حيث ترحل المنظمة إلى حساب القرض الأعباء المالية السنوية الخاصة به (الفائدة واستهلاك القرض ، ويعتبر هذا مبلغاً ثابتاً . حيث تشمل الدفعة الأولى على الأقل الفوائد والأخيرة استهلاك الدفعة الأخيرة من القرض – يلاحظ أن الفوائد تتناقص سنوياً بمقدار ما تم سداده من دفعات القرض) .

٢– **طريقة الإستهلاك الثابت :** حيث تخصص المنظمة سنوياً مبلغ ثابت تحت حساب إستهلاك القرض (الإستهلاك المالى) .

فى حالة السداد على دفعات فلابد أن تحدد المنظمة ما إذا كانت تستدعى السندات عن طريق السحب أو بأى طريقة أخرى ، وقد تحدد المنظمة بأنها ستلجأ إلى سداد السندات من خلال إعادة شرائها من البورصة ويعتبر هذا الحل مناسباً إذا كان سعر إعادة الشراء أقل من القيمة عند الإستحقاق . يعنى هذا أنه يجب النص على سعر وطريقة السداد بطريقة واضحة ، أما إذا احتفظت المنظمة بحق إستدعاء السندات قبل تاريخ الإستحقاق فعليها أن تعوض الأفراد فى حالة السداد المبكر عن طريق علاوة ولا تلجأ المنظمة عادة إلى هذا الأسلوب إلا إذا كان معدل الفائدة فى السوق أقل من معدل الفائدة الاسمى للقرض .

ب– إلغاء القرض وإعادة التمويل :

فى حالة تحديد شروط الإصدار– فإن المنظمة غالباً ما تحتفظ بحق سداد القرض قبل الإستحقاق وقد يتم هذا الإلغاء لعدة أسباب نذكر منها :

١– رغبة المنظمة فى التحرر من بعض الشروط ، حيث تعتبر من وجهة نظرها شروطاً غير مناسبة – وفى هذه الحالة فإنها تلجأ إلى إلغاء القرض وإصدار فى نفس الوقت قرض جديد ، حيث تكون شروطه ملائمة .

٢- تحاول المنظمة الإستفادة من إنخفاض سعر الفائدة السائد فى السوق - فمثلاً بفرض أن المنظمة أصدرت قرضًا منذ فترة سنوات بمعدل ٦٪ وأن معدل الفائدة السائد فى السوق حاليًا ٥٪ - فهذه المنظمة لا تملك حق تعديل معدل الفائدة الإسمى ٦٪ ولكى تستفيد من هذا الإنخفاض فى معدل الفائدة - فإنها تسدد القرض القائم (معدل الفائدة ٦٪) وتصدر فى نفس الوقت قرضاً جديداً بمعدل فائدة ٥٪ ، ويعنى هذا أن القرض الجديد يستخدم لسداد القرض القائم .

وكما هو ملاحظ أن قرار إعادة التمويل هذا ، قرار استثمار - ولتوضيح ذلك سوف نوضح أثر قرار إعادة التمويل الموجه لتخفيض مبلغ الفائدة ، ففى هذه الحالة فإن المنظمة تنفق مبلغ حالى فى الوقت الحاضر أى المبالغ الخاصة بمصاريف اصدار القرض الجديد وسداد القرض القائم بهدف الحصول على متحصلات فى المستقبل - هذه المتحصلات ليست أموال إضافية ولكنها المتحصلات الناتجة عن إعادة التمويل ، لذلك ينبغى أن نحدد التدفقات الخاصة بهذه العملية ثم حساب الربحية وتقييم المخاطر التى تنطوى عليها .

ولبيان ذلك نعطى المثال التالى :

المثـــال	القرض القائم	القرض المتوقع
القيمة الاسمية	٥٠٠,٠٠ج	٥٠٠,٠٠ج
معدل الفائدة الاسمى	٥,٥٪	٤,٧٥٪
سعر الإصدار	٩٩٪	٩٨,٥٪
علاوة السداد	٤٪	٤٪
تاريخ الإصدار	مدة ٥ سنوات	اليـوم
مدة القرض	٢ سنة	٥ سنة
مصاريف الإصدار	١٠٠	١٢٠

وبمعرفة أن مصاريف السداد للقرض الدائم ١٠٠ ج يتم استهلاكها بالكامل الآن (الدفع النقدى للمبلغ) ، أما مصاريف الإصدار والخصم

للقرض المتوقع تستهلك بطريقة القسط الثابت خلال مدة القرض - علماً بأن معدل الضريبة = ٤٠٪ .

لكى يتم تحديد التدفقات المالية المترتبة على إعادة القرض التمويلى ككل يتطلب الأمر الرجوع إلى الإختلافات الجارية غير المعاملة الضريبية ومالية المترتبة على استهلاكها ومصاريف الإصدار رغم أنه لا يترتب عليها خروج نقدية إلا انه توجد مكاسب ضريبية لا يجب تجاهلها لذلك يتعين أخذها فى الحسبان - لذلك يجب أن نفرق بين أعباء التشغيل التى يترتب عليها تحقيق مكاسب ضريبية - والتدفقات النقدية التى يجب أن تدخل فى مكونات التدفق من هذا القبيل (التدفق النقدى) - هذا يعنى أن الأسلوب الذى يتبع فى قرار إعادة التمويل يتم وفقاً لثلاث مراحل :

المرحلة الأولى : تحديد الإنفاق المبدئى وفقاً لما يلى

	أعباء العمليات أو التشغيل	التدفق النقدى
١- سداد القرض الحالى .	-	٥٠,٠٠٠
٢- علاوة السداد .	٢٠٠٠	٢٠٠٠
٣- مصاريف السداد .	١٠٠	١٠٠
٤- استهلاك الرصيد المتبقى من خصم الإصدار .	٣٧٥	-
٥- استهلاك الجزء المتبقى من مصاريف الإصدار .	٧٥	-
٦- مصاريف الإصدار للقرض المرتقب .	-	١٢٠
٧- الإجمالى .	٢٥٥٠	٥٢٢٢٠
٨- المكاسب الضريبية (الوفر الضريبى) = ٤٠٪ × ٢٥٥٠ .		١٠٢٠
التدفق النقدى الخارجى بعد الضريبة		(٥١٢٠٠)
(-) قيمة إصدار القرض الجديد		٤٩٢٥٠
صافى التدفق النقدى الخارج		(١٩٥٠)

المرحلة الثانية : تحديد الوفر السنوى

	أعباء العمليات او التشغيل	التدفق النقدى
١- الأعباء السنوية للقرض الحالى (القائم) :		
* الفائدة السنوية ٥٥٪ .	٢٧٥٠	٢٧٥٠
* استهلاك خصم الإصدار .	٢٥	-
* استهلاك مصاريف الإصدار .	٥	-
الإجمالى	٢٧٨٠	٢٧٥٠
الوفر الضريبى ٢٥٪ × ٢٧٨٠		١١١٢
صافى النفقات النقدية السنوية بعد الضريبة .		١٦٣٨
٢- الأعباء السنوية للقرض المتوقع :		
* الفائدة السنوية $\frac{٣}{٤}$ ٤ ٪ .	٢٣٧٥	٢٣٧٥
* استهلاك خصم الإصدار .	٥٠	-
* استهلاك مصاريف الإصدار .	٨	-
الإجمالى	٢٤٣٣	٢٣٧٥
(-) الوفر الضريبى ٢٥٪ × ٢٤٣٢		٩٧٣
صافى النفقات النقدية السنوية بعد الضريبة .		(١٤٠٢)

المرحلة الثالثة : تحديد الوفر السنوى

* النفقات السنوية المرتقبة للقرض الجديد ١٤٠٢
* (-) النفقات السنوية للقرض الحالى (١٦٣٨)
* الوفر السنوى ٢٣٦

المرحلة الرابعة : حساب العائد، وتقييم المخاطر، وإتخاذ القرار

من هذا يتضح أن إعادة التمويل المرتقب عبارة عن استثمار تدفقاته كما يلى :

السنة / الآن	الآن	١	٢	٣	...	١٥٠٠٠
التدفق النقدى	(١٩٥٠)	٢٣٦	٢٣٦	٢٣٦	...	٢٣٦٠٠

هذا يعنى أن عملية إعادة التمويل ستكلف ١٩٥٠ج - وتؤدى إلى تحقيق وفر سنوى يعادل ٢٣٦ج على مدى ١٥ سنة ، حيث نجد أن معدل العائد الداخلى تقريباً يساوى ٨,٧٥٪ .

يتطلب الأمر لإتخاذ القرار وجود معيار للحسم .

كيف يتم تقويم السندات ؟

يتبادر إلى الذهن تساؤل معين عن الأسلوب الذى يتبع فى تقويم السندات ببورصة الأوراق المالية - للإجابة على هذا السؤال نقدم فيما يلى المبدأ العام لتقويم اى أصل حيث يتم وفقاً للمعادلة الآتية :

$$\text{س}_1 = \text{مجـ}_{\text{ت}=1}^{\text{ن}} \frac{\text{ح ر}}{(1+\text{ر})^{\text{ت}}}$$

حيث أن :

س_1 = القيمة الإقتصادية للأصل الآن .

ح ر = صافى الإيرادات المتوقعة حتى اللحظة ت .

ن = العمر المتوقع للأصل .

ر = الحد الأدنى من العائد المطلوب من قبل المستثمرين .

ونظراً لأن هذه المعادلة صعبة التطبيق خاصة كلما زادت مدة الأصل وصعوبة التنبؤ بالإيرادات الصافية على المدى الطويل . لذلك تستخدم معادلة مبسطة حيث يفترض أن صافى الإيرادات المتوقعة

ثابتة (ح) ، وأن العمر الإفتراضى للأصل (ن) كبير – بحيث تؤول المعادلة إلى مالانهاية :– وفى ظل ن تؤول إلى مالانهاية (   ) فإن:

$$\text{س}_1 = \sum_{\text{ت}=1}^{\text{ن}} \frac{\text{ح ر}}{(1+\text{ر})^{\text{ت}}} = \frac{\text{ح}}{\text{ر}}$$

$$\text{أى أن س}_1 = \frac{\text{ح}}{\text{ر}}$$

وحيث أن السند يعطى لحامله الحق فى الحصول على نوعين من الإيرادات :

١– الفائدة السنوية أو النصف أو الربع سنوية التى تدفع عند تقديم الكوبون الدال على ذلك وتتمثل فى مبلغ ثابت .

٢– قيمة السند عند الإستحقاق وغالباً ما تكون بالقيمة الإسمية .

ونظراً لأن السندات هى نوع من التوظيف ويمكن معرفة معدل الفائدة أو العائد من السوق (الفائدة الضمنية وليست الظاهرة) . وبهذا الشكل فإن قيمة السند تتحدد على أساس المعادلة الآتية :

$$\text{س}_1 = \sum_{\text{ت}=1}^{\text{ن}} \frac{\text{ف}}{(1+\text{ك})^{\text{ت}}} + \frac{\text{ر}}{(1+\text{ك})^{\text{ت}}}$$

= ف × القيمة الحالية لدفعة سنوية مقدارها ١ج تستحق بعد ن من السنوات + ح × القيمة الحالية لمبلغ ١ج يستحق بعد ن من السنوات .

حيث ح = القيمة عند تاريخ الإستحقاق للسند .

فعلى سبيل المثال لو كان معدل الفائدة فى السوق $\frac{1}{2}$ ٦٪ فإنه يمكن تحديد أسعار السندات الآتية :

أبو زعبل : ١٩٩٢ – ١٩٩٧ ، $\frac{1}{2}$ ٥٪ ، كوبون ٩/٣٠ .

السويس : ١٩٩٥ – ١٩٩٧ ، $\frac{3}{4}$ ٧٪ ، كوبون ٧/٣١ .

أبو قير : ١٩٨٨ – ٢٠٠٦ ، $\frac{3}{4}$ ٣٪ ، كوبون ١٢/١ .

يمكن على ضوء هذه البيانات يتم حساب أسعار السندات فى أول ٢٠٠٦ كما يلى :

(١) سندات أبو زعبل :

$$\text{مجـ}_{\text{ت}=٠}^{١١} \frac{٥\frac{١}{٢}}{(١,٠٦٥)^{\text{ت}}} + \frac{١٠٠}{(١,٠٦٥)^{١١}}$$

= ٧,٦٨٩ × ٥,٥ + ٠,٥ × ١٠٠ = ٩٢,٣ج

(٢) سندات السويس :

$$\text{مجـ}_{\text{ت}=٠}^{١١} \frac{٧,٧٥}{(١,٠٦٥)^{\text{ت}}} + \frac{١٠٠}{(١,٠٦٥)^{١١}}$$

= ٧,٦٨٩ × ٧,٧٥ + ٠,٥ × ١٠٠ = ١٠٩,٦ جنيه

(٣) أبو قير :

$$\frac{٣,٧٥}{(١,٠٦٥)^{١}} + \frac{١٠٠}{(١,٠٦٥)^{١}}$$

= ٣,٧٥ × ٠,٩٣٩ + ٠,٩٣٩ × ١٠٠ = ٩٧,٤ جنيه

أى أنه يتم حساب أسعار السندات كما يلى :

١- حساب المدة المتبقية للسند من الآن حتى تاريخ الإستحقاق .

٢- حساب القيم الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الآن حتى تاريخ الإستحقاق وهى كما ذكرنا أنها تشمل :

أ- الفوائد السنوية حتى تاريخ الإستحقاق والمتوقع الحصول عليها.

ب- قيمة السند عند التصفية أى تاريخ الإستحقاق .

٣- يتم حساب القيمة الحالية للتدفقات السابقة بدلالة معدل العائد السائد فى السوق وقت الحساب وليس بدلالة معدل الفائدة الإسمى .

٤- قيمة السند السوقية تساوى مجموع القيم الحالية لهذه التدفقات والمتوقع الحصول عليها من الآن وحتى تاريخ التصفية أى الإستحقاق .

نعطى قبل التعليق على هذه الأرقام- الفروض التى تم على أساسها هذا الحساب لأسعار السندات :

١- يدفع الكوبون فى نهاية السنة بدون أى مصاريف .

٢- أن القرض لا يخضع للإستهلاك المنتظم ولكنه يسدد مرة واحدة ، ويمكن إسقاط هذه الفروض بإستخدام معادلات للحساب اكثر دقة .

فمثلاً إذا اشترى المستثمر سندات أبو زعبل بسعر يساوى السعر الذى تم التوصل إليه فإنه يحصل على معدل عائد يساوى $\frac{1}{2}$ ٦ ٪ - ولكنه إذا اشترى السند بسعر أعلى فإن العائد الذى يحصل عليه اقل من معدل العائد السائد فى السوق ، وإذا اشترى السند بسعر أقل من السعر المحسوب فنه يحصل على معدل اعلى من $\frac{1}{2}$ ٦ ٪ . وكما هو ملاحظ وجود علاقة بين السعر ومعدل العائد المطلوب .

كيف يتم حساب عائد السند ؟

يتم حساب عائد السند بإحدى الطرق الآتية :

١- العائد المباشر :

فى الواقع العملى فإن المستثمر يعرف بدقة سعر السند حيث يعبر عنه فى شكل نسبة مئوية ٪ - وكذلك الكوبون ، والمدة المتبقية حتى تاريخ السداد ، أى أن المشكلة ليست فى حساب سعر السند وإنما فى عائده .

وبمعرفة أن السعر يتحدد فى البورصة - وإذا ما أخذنا الثلاثة أنواع من السندات فى المثال السابق - فإننا سوف نبين الإحتمالات المختلفة لحساب العائد للورقة .

من المؤكد أن معدل الفائدة الإسمى لا يعبر عن العائد الفعلى

للسند فى لحظة معينة – لأنه غير مرتبط بسعر السند . وبالرجوع إلى معادلة الرسملة فى حالة ان مدة الإستثمار تؤول إلى مالانهاية نجد أن :

$$\text{س}_{\cdot} = \frac{\text{ع}}{\text{ر}} \quad \text{وهذا يعنى أن} \quad \text{ر} = \frac{\text{ع}}{\text{س}_{\cdot}}$$

ويسمى هذا المعدل بالعائد المباشر للسندات حيث يحسب كما يلى :

$$\text{العائد المباشر} = \frac{\text{الفائدة السنوية}}{\text{السعر السوقى للسند}}$$

وكما فى المثال السابق وبافتراض أن الأسعار كما يلى :

أبو زعبل	٨٤,٥٪
أبو قير	١٠٦,٥٪
السويس	١٠٠,٢٥٪

فإنه يمكن حساب العائد المباشر كما يلى :

$$\text{أبو زعبل} = \frac{٥,٥}{٨٤,٥} = ٦,٥\%$$

$$\text{أبو قير} = \frac{٧,٧٥}{١٠٦,٥} = ٧,٣\%$$

$$\text{السويس} = \frac{٣,٧٥}{١٠٠,٢٥} = ٣,٧٤\%$$

يتضح من هذا أنه من الأفضل استخدام العائد المباشر بدلاً من معدل الفائدة الإسمى – وبصفة عامة لا يقيس معدل العائد المباشر العائد الفعلى للسند – لأن هذه الطريقة تستند على افتراضين أساسيين :

١– أن السند لا يستهلك ويحمل معدل فائدة اسمى إلى مالانهاية أى أنه ينطوى على ريع دائم .

٢– أن السند يسدد بسعر يساوى سعر الشراء (أى الذى يحسب على أساسه العائد المباشر) .

ولكن هذين الفرضين لا يتحققان عمليًا لأن السندات تسدد فى تاريخ محدد مقدماً وبسعر يختلف عن سعر اليوم .

٢- العائد حتى تاريخ الإستحقاق :

فى مثالنا - عرفنا أن الثلاث سندات تسدد بالقيمة الإسمية (ر ١ ج) . وهذا يعنى أن الفرق بين سعر اليوم والقيمة عند الإستحقاق تشكل جزء من عائد السند ، وأن المدة المتبقية حتى تاريخ السداد لها دور مؤثر فى العائد السنوى - وفى هذه الحالة فإن العائد (ر) للسند يحسب وفقاً للمعادلة الآتية :

$$\text{ر} = \frac{\text{ف} + (\text{ق} - \text{س}) \,/\, \text{ن}}{(\text{ق} + \text{س}) \,/\, \text{٢}}$$

حيث : ر = معدل العائد حتى تاريخ الإستحقاق .

ف = الفائدة السنوية .

ق = القيمة عند الإستحقاق .

ن = المدة المتبقية حتى تاريخ الإستحقاق .

س = سعر السند السوقى اليوم .

وبذلك نجد أن العائد للثلاثة انواع من السندات هو :

$$\text{ابو زعبل} = \frac{\text{٥,٥} + \text{١٥,٥} \,/\, \text{١١}}{(\text{١٠٠} + \text{٨٤,٥}) \,/\, \text{٢}} = \frac{\text{٦,٩}}{\text{٩٢,٢٥}} = \text{٧,٤٨٪}$$

$$\text{ابو قير} = \frac{\text{٧,٧٥} + \text{٦}\frac{\text{١}}{\text{٢}} \,/\, \text{١١}}{(\text{١٠٠} + \text{١٠٦,٥}) \,/\, \text{٢}} = \text{٦,٩٪}$$

$$\text{السويس} = \frac{\text{٣,٧٥} - \text{٠,٢٥}}{(\text{١٠٠} + \text{١٠٠,٢٥}) \,/\, \text{٢}} = \text{٣,٥٪}$$

كما يلاحظ أن الأخذ فى الحسبان المكاسب ، وكذلك المدة المتبقية حتى تاريخ الإستحقاق ادت إلى تحسين العائد وأسلوب حسابه ، ولكن هذه المعادلة لا تعطى العائد بدقة وإنما تقديراً له .

ولحساب العائد الحقيقى أو الفعلى فإنه يفضل إستخدام المعادلة الآتية :

$$\text{س}_{٠} = \sum_{\text{ت} = ٠} \frac{\text{ف}}{(١ + \text{ر})^{\text{ت}}} + \frac{\text{ق}}{(١ + \text{ر})^{\text{ن}}}$$

وبذلك يمكن أن نصل من تطبيق هذه المعادلة إلى العائد الحقيقى للسندات كما يلى :

أبو زعبل	٦,٦٥٪
أبو قير	٦,٩٪
السويس	٣,٧٥٪

ما هو تأثير معدل الفائدة السوقى ؟

يمكن أن نقول بأن الإختلاف الواضح بين عوائد السندات للشركات يرجع إلى عدة أسباب :

١- إختلاف فرع النشاط الإقتصادى الذى تنتمى إليه كل شركة .

٢- السياسة العامة لكل شركة .

٣- الهيكل المالى لكل شركة .

٤- المخاطر التى ينطوى عليها الإستثمار فى أى من هذه السندات ... إلخ .

٥- توقعات المستثمرين حول هذه الشركات .

يلاحظ أن سندات السويس التى يتم تداولها بسعره ١٠٠,٢٥٪ من القيمة الرسمية حيث - يتوقع المستثمر عائد يساوى ٣,٧٥٪ . بينما عوائد السندات الأخرى تقترب من ٧٪ . وهذا يعنى أنه يمكن القول من اول نظرة أن المستثمر الذى يشترى سندات السويس غير رشيد . ولكن فى حقيقة الأمر لابد أن تعرف أن هذه السندات سيتم استرداد قيمتها خلال فترة اقل من العام - وبمعرفة أن الودائع لأجل قصير مثلاً تعطى عائد سنوى يتراوح بين ١,٥٪ ، ٢٪ - فإنه من الملائم شراء

هذه السندات بسعر ١٠٠,٢٥٪ ، أى أنه إذا رغب فى الاستثمار القصير الأجل فإنه ليس من مصلحته الإستثمار فى سندات أبوقير أو أبو زعبل ثم بيع هذه السندات بعد سنة .

مما سبق يتضح أن معدل العائد السنوى فى السوق يؤثر على سعر السند ، كما يتضح من المعادلة المبسطة الآتية :

$$س = \frac{ف}{ر}$$

حيث ر = معدل العائد أو الفائدة السائدة فى السوق

س = سعر السند

ف = الفائدة السنوية

ب) الأوراق المالية ذات الدخل المتغير :

الأوراق المالية ذات الخل المتغير هى التى لا تعد مستثمريها بدخل نقدى محدد فهذا الدخل قد يزيد أو يقل وربما تكون قيمته سالبة فى أحيان أخرى هذا وتعتبر الأسهم العادية اكثر هذه الأنواع انتشاراً وهى التى تقوم بإصدارها الشركات المساهمة والسهم عبارة عن حصة فى رأس المال المشروع حيث يقسم رأس المال إلى عدة اقسام متساوية من الأسهم حيث تكفل هذه الحصة حصة مساوية لنسبة السهم إلى راس المال وفى أصول الشركة بالإضافة إلى حصة الأرباح التى قد تحققها الشركة .

على ذلك يقدم السهم لحائزه مدفوعات دورية فى صورة أرباح (إذا حققت الشركة أرباح) وكذلك يعتبر من الأوراق المالية طويلة الأجل حيث لا توجد مدة محددة لبقاء السهم (حيث يبقى طالما الشركة قائمة).

خصائص السهم :

١-القابلية للتداول : توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة فى سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية . وخاصية التداول هى صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة .

٢- الأسهم متساوية القيمة : لا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيمة مختلفة .

٣- المسئولية المحددة للمساهم : المساهم مسئول مسئولية محدودة بقدر حصته فى رأس المال .

٤- عضوية الجمعية العمومية للشركة : المساهم يعتبر عضواً فى الجمعية العمومية للشرمة وله حق التصويت ورقابة أعمال الشركة .

٥- النصيب فى الربح أو الخسارة : نصيب السهم فى الربح أو الخسارة يتوقف على ما تحققه الشركة من أرباح أو خسائر .

قيمة السهم :

- **القيمة الاسمية للسهم العادى :** هى القيمة التى يتم بها الإصدار وتكون مدونة فى عقد التأسيس .

- **القيمة الدفترية:** القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية للسهم هى ما تمثل نصيب السهم الواحد من حقوق الملكية (رأس المال + الاحتياطيات + الأرباح المحتجزة) .

- **القيمة السوقية للسهم العادى:** وهى قيمة السهم فى سوق الأوراق المالية وهى القيمة الأكثر أهمية من وجهة نظر المستثمر وأيضًا من وجهة نظر أطراف أخرى عديدة تهتم بالشركة ومركزها المالى لأنها تعبر مباشرة عن قيمة ثروة المساهمين .

أنواع الأسهم :

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة هذا ويمكن تقسيم الأسهم على أساسين هما :

أ) شكل الإصدار .

ب) الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها .

ونناقش انواع السهم طبقاً لهذا التقسيم على النحو التالى :

تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار :

١) سهم لحامله Bearer stock :

يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الاصدار أنه يوفر مرونة اكثر بالنسبة لتداول الأسهم فى سوق الأوراق المالية إلا انه من جانب آخر هناك عيب أساسى فى تلك الأسهم يتمثل فى المخاطر التى تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو الضياع .

٢) السهم الاسمى Nominal stock :

يصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتًا فى الشهادة ويسجل اسمه فى سجلات الشركة .

٣) السهم الإذنى An order stock :

يذكر إسم صاحبه فى الشهادة مقترناً بشرط الأمر أو الإذن وعليه يتم انتقال ملكية عن طريق التظهير .

تقسيم الأسهم طبقًا للحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها :

١) الأسهم العادية :

هى الأسهم التى لا تمنح لحاملها أية ميزة عن غيره من المساهمين سواء فى أرباح الشركة خلال نشاطها أو فى أصولها عند تصفيتها وتصدر الأسهم العادية غالبًا فى فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات.

ويحصل حملة الأسهم العادية على أنصبتهم من التوزيعات فى شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال تعلن سنوياً من قبل مجلس الإدارة بالشركة وذلك فى حدود القيود والشروط المحددة فى العقد الأساسى للشركة وبما يتماشى مع قوانين الشركات المعمول بها .

١) الأسهم الممتازة :

توفر هذه الأسهم لحاملها مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم

العادى سواء فى الربح الموزع سنوياً أو فى اقتسام أصول الشركة عند تصفيتها .

من حيث الأرباح يحصل حامل السهم الممتاز على نصيب سنوى ثابت يحدد إما فى شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم أو فى صورة مبلغ محدد فى حالة وجود أرباح قابلة للتوزيع ويكون لحامل السهم الممتاز الحق فى الحصول على نصيبه منها قبل حامل السهم العادى .

يكون لحملة الأسهم الممتازة الأفضلية عن حملة الأسهم العادية فى الحصول على حقوقهم من أصول الشركة فى حالة التصفية الشركة أو إفلاسها وهذه ميزة أخرى لحملة الأسهم الممتازة توفر لهم ربح وأمان أفضل .

أنواع الأسهم الممتازة :

أ) أسهم ممتازة مجمعة الأرباح .

ب) أسهم ممتازة مشاركة فى الأرباح .

ج) أسهم ممتازة قابلة للتحويل .

د) أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء .

هذا ونشير باختصار لكل نوع من الأسهم الممتازة كما يلى :

أ) الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح :

هى نوع من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق فى الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة ارباحاً لكنها لم تعلن عن توزيعها بسبب أو لآخر وذلك بخلاف السهم العادى الذى لا يضمن لحامله مثل هذا الحق إذ يسقط حق المساهم العادى فى المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة .

ب) الأسهم الممتازة المشاركة فى الأرباح :

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التى توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية فى توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضـًا الحق فى

مشاركة المساهمين العاديين فى الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيًا وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح عن عملية التوزيع الأولى .

جـ) الأسهم الممتازة القابلة للتحويل :

تعتبر قابلية تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية إحدى المزايا التى تمنح لحاملى الأسهم القابلة للتحويل إذ تنتج لهم أفضلية الحصول على نصيبهم من الأرباح قبل حملة الأسهم العاديةوفى نفس الوقت توفر لحاملها أيضاً وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقى للسهم العادى مما يحقق له مكاسب رأسمالية .

د) الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء :

يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقاً لقابليتها للاستدعاء أو للسداد من قبل الشركة المصدرة إلى قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء . وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء تعطى الشركة المصدرة الحق فى إلزام المساهم الذى يحمل هذا النوع من الأسهم بردها لشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار مما يوفر للمنظمة ميزة أن يكون لها الحق فى استهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بأن لديها فائض من الأموال يمكنها تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة .

أوجه الخلاف بين السهم الممتاز والسند :

١- السهم الممتاز أداة ملكية غير محددة الأجل بينما السند أداة دين ذات أجل محدد .

٢- فائدة السند واجبة الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة سواء حققت ربحًا أو حققت خسارة ولا يجوز تأجيلها بينما لا يحصل المساهم الممتاز على الأرباح إلا فى السنوات التى تكون فيها قد

حققت ارباح كما يمكن تأجيل توزيع أرباح الأسهم الممتازة من سنة لأخرى .

٣- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبى للربح باعتبار هذه الفوائد مصروفاً تمويلياً بينما لا يجوز خصم أرباح الأسهم الممتازة وذلك باعتبارها توزيعاً للربح لا عبئاً عليه .

٤- توفر السندات لحاملها أماناً اكثر مما توفره الأسهم الممتازة لأن السندات تصدر فى معظم الأحوال مضمونة بينما لا يتحقق ذلك بالنسبة للأسهم الممتازة .

*** تحديد تكلفة السهم العادى (١) :**

تتمثل حقوق الملكية فى معدل العائد الداخلى الذى يجعل القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية والمتمثلة فى التوزيعات المستقبلية التى يحصل عليها حامل السند مساوية لصافى متحصلات بيع السهم ، أى بعد خصم تكلفة الإصدار ، وهو ما توضحه المعادلة التالية :

$$ق = \frac{ت\,١}{(١ + م)} + \frac{ت\,٢}{(١ + م)^{٢}} + \cdots\cdots + \frac{ت\,ه}{(١ + م)^{ه}}$$

حيث : ق : القيمة الصافية لمتحصلات بيع السهم .

ت س : التوزيعات عن الفترة س .

م : معدل العائد الداخلى الذى يمثل تكلفة حقوق الملكية .

ومن المعلوم أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق . وأن المعادلة أعلاه تبقى صالحة حتى لو أن المستثمر يخطط لبيع السهم فى المستقبل .

---

(١) د. ضياء مجيد - البورصات - مرجع سبق ذكره ص ٥٤ وما بعدها .

تحديد تكلفة الأسهم الممتازة :

يحصل حملة الأسهم الممتازة على عائد ثابت يتمثل فى نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم . فإذا رمزنا للقيمة السوقية للسهم بالرمز (س) ، ولقيمة التوزيعات السنوية بالرمز (ت) ، فإن معدل العائد الذى يطلبه حملة هذه الأسهم يتحدد بالمعادلة :

$$ق = \frac{ت}{س}$$

غير أن هذا العائد عائده ما يقل عن التكلفة الفعلية التى تتكبدها المنشأة من جراء الإعتماد على الأسهم الممتازة فى التمويل ، لماذا ؟ لأن القيمة الفعلية للمتحصلات من بيع الأسهم الممتازة عادة ما تقل عن القيمة الإسمية لتلك الأسهم ، ويتمثل الفرق فى تكاليف الإصدار والعمولات والخصومات التى قد يحصل عليها بعض المشترين . وإذا ما أخذنا فى الحسبان أيضاً أن التوزيعات على حملة الأسهم الممتازة لا تخضع للضريبة ، فسوف يتضح أن تكلفة الأسهم الممتازة تفوق العائد الذى يحصل عليه حملة الأسهم ، وهو ما توضحه المعادلة :

$$\text{تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة} = \frac{ت}{س - س\,د}$$

$$= \frac{ت}{س\,(١ - د)}$$

حيث د : نسبة المصروفات المصاحبة للإصدار إلى القيمة السوقية للسهم .

س (١ – د) : صافى المتحصلات من بيع السهم .

ولتوضيح الفكرة نفترض أن منشأة ما قد أصدرت أسهماً ممتازة جديدة بيعت بسعر ٥٠ جنيهاً للسهم فى مقابل حصول حامل السهم على توزيعات قدرها ٨ جنيهات . ولقد بلغت نسبة مصروفات الإصدار إلى القيمة السوقية للسهم ١٠٪ أى ٥ جنيهات. من وجهة نظر المستثمر من المتوقع أن يتولد عن شراء الأسهم الممتازة معدل للعائد يبلغ ١٦٪ وذلك

تطبيقاً للمعادلة أعلاه . غير أن هناك ما يدعو إلى الإعتقاد بأن تكلفة الإعتماد على هذه الأسهم فى التمويل لابد وأن يزيد عن ذلك . فالمنشأة تدفع ٨ جنيهات سنوياً لحامل السهم - على فرض إجراء التعويضات سنوياً - فى مقابل متحصلات صافية عن كل سهم تبلغ ٤٥ جنيهاً . وهذا يعنى أن التكلفة الحقيقية لتلك الأسهم هى ١٧,٨٪ تقريباً ، تطبيقاً للمعادلة السابقة :

تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة =

$$\frac{٨}{٥٠ (١ - ٠,١٠)} \quad \frac{٨}{٤٥} = ٠,١٧٨ = ١٧,٨٪$$

تقدير قيمة السهم العادى :

للسهم العادى قيمة اسمية ، وقيمة دفترية ، وقيمة سوقية ، وتتمثل القيمة الإسمية فى القيمة المدونة على السهم ، وعادة ما ينص عليها نظام إصدار الأسهم . أما القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية) للسهم ، فتتمثل فى قيمة حقوق الملكية - رأس المال - - الإحتياطات - الأرباح غير الموزعة - مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة أى :

إجمالى حقوق المساهمين (رأس المال - الإحتياطات - الأرباح غير الموزعة) . عدد الأسهم

أو : $\frac{\text{صافى الأصول}}{\text{عدد الأسهم}}$

والقيمة الدفترية، هى قيمة محاسبية تظهرها الدفاتر، ومثال ذلك:

ميزانية شركة

الأصول	الخصوم
١٣٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠٠ رأس المال : مليون سهم بقيمة ١٠٠ جنيهاً
	١٠٠٠٠٠٠ الإحتياطيات
	٥٠٠٠٠٠ أرباح غير موزعة
	١٥٠٠٠٠٠ القروض
١٣٠٠٠٠٠٠ المجموع	١٣٠٠٠٠٠٠ المجموع

من هذه الميزانية يمكن الحصول على القيمة الدفترية (المحاسبية) للسهم على النحو التالى :

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{١٠٠٠٠٠٠٠ + ١٠٠٠٠٠٠ + ٥٠٠٠٠٠}{١٠٠٠٠٠}$$

= ١١٥ جنيهاً

من هذا المثال يتبين لنا بأن القيمة المحاسبية للسهم ترتبط بشكل مباشر بالمركز المالى للشركة المصدرة – وبالتالى فإن هذه القيمة تمثل حقوق المساهم فى الشركة .

كما أن القيمة المحاسبية للسهم تعتبر الأساس الذى تتحدد استناداً عليه القيمة الجارية (السوقية) للسهم .

وتتمثل القيمة السوقية فى القيمة التى يباع بها السهم فى سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

وقيمة الأسهم السوقية تعد تعبيراً عن تلاقى العرض والطلب فى ظل المنافسة الكاملة . فأسعار الأسهم السوقية أو ما يسمى بأسعار التداول تعبر عما يكون المشترين على استعداد لدفعه فى الأسهم الجديدة ، وبالطبع فإن زيادة الطلب على نوع معين من الأسهم تدفع إلى ارتفاع قيمتها ، والعكس إذا إنخفض الطلب . وهنا مع الإلتقاء الطبيعى للعرض والطلب يتحقق السعر العادل للورقة المالية .

ويدرك المتعاملون فى سوق المال أنه لا القيمة الاسمية ولا القيمة الحقيقية للسهم العادى –والذى سيتم التعامل على أساسها فى السوق– تتوقف على العائد الذى يتوقع تولده نتيجة لإمتلاكه ، أى تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التى يتوقع أن يجنيها المستثمر ، وفى حالة إصدار السهم لأول مرة، لا يوجد ما يضمن بيعه بقيمته الاسمية ، بل قد تظهر المنشأة المصدرة له أن تبيعه بقيمة أقل وذلك من خلال تقديم خصم على قيمته الاسمية .

وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادى يحددها عقد

التـأسـيس ، إلا أنه يمـكن تخـفـيضـهـا من خـلال مـا يسـمى باشـتـقـاق الأسهم، الذى يعطى للمسـتثمر الحق فى الحصـول على جزء من سهم أو سـهم كـامل – وربما أكـثـر – وذلك عـن كل سـهـم يملكه ، وهو مـا يترتب عليه زيادة فى عدد الأسهم المتداولة ، وطالما أن اشتقاق الأسهم لا يتـرك اى اثر على القـوة الإيرادية للمنشـأة ، فإن من شـأنه أن يؤدى إلى إنخـفاض ربحـية السـهم الواحد وإنخـفاض قـيمـته السـوقية بالتبـعية . وتتفق سياسة اشتقاق الأسهم مع سياسة التوزيعات فى صورة أسهم ، من أن كـلاهـمـا يهدف إلـى زيادة الطلب على أسـهم المنشـأة من خـلال إحداث تخفيض فى القيمة السوقية للسهم .

***المشاكل التى تثيرها البورصات عند التعامل مع الأسهم(١):**

١ - *تجزئة الأسهم:*

يتـرتب على هذه العـملية – زيادة عـدد الأسـهم وفـى نفس الوقت تخفـيض القيمة الإسـمية للسهم وبنفس النسـبة – **وبناء عـلى ذلك يمكن أن تتصف هذه العملية بالخصائص الآتية :**

١ – أن المنظمة لن تحصل أو تتحمل أى نقدية ونفس الشئ بالنسبة للمساهم .

٢ – القيمة السوقية للمنظمة أو لحقوق الملكية لن تتغير .

بفرض أن :

ن = عدد الأسهم المتداولة قبل التجزئة .

م = عـدد الأسـهم التى يحـصل عليهـا المسـاهم مقـابل سـهم قـديم بدون دفع أى نفقات .

س $_{av}$ = سعر السهم قبل التجزئة .

س $_{ap}$ = سعر السهم بعد التجزئة .

---

(١) د. عبد الغفار حفنى – مرجع سبق ذكره – ص ١٩٨ وما بعدها .

هذا يعنى أنه نتيجة التجزئة يستبدل المساهم الأسهم القديمة بعدد من الأسهم الجديدة (م) . وبالنسبة لمالك السهم ، فلابد أن يتحقق مما يلى :

س $_{av}$ = م × س $_{ap}$ = أى أن سعر السهم قبل التجزئة = (سعر السهم بعد التجزئة × عدد الأسهم التى حصل عليها المساهم مقابل سهم قديم) وعلى مستوى المنظمة فإن :

ن س $_{av}$ = ن م س $_{ap}$.

فإذا لم تتأثر القيمة الراسمالية للشركة نتيجة التجزئة - فنفس الشئ بالنسبة للسهم لن يحدث تغير فى سعره .

حيث :

$$س_{ap} = \frac{ن\ س_{av}}{ن\ م} = \frac{س_{av}}{م}$$

أى أن سعر السهم بعد التجزئة لابد أن يساوى سعر السهم قبل التجزئة مقسوماً على عدد الأسهم الجديدة مقابل سهم قديم .

ولكى يتم معرفة التطور فى السعر نتيجة عملية التجزئة - ينبغى إجراء تعديل أى ضرب الأسعار قبل عملية التجزئة للأسهم فى المعامل.

$$هـ = \frac{١}{م}$$

مثلاً : فى عام ٢٠٠٤ قام البنك الإتحادى بتجزئة أسهمه بمعدل ٥ : ١ ، القيمة الاسمية للسهم ١٠٠ قرش مقابل سهم قديم قيمته الإسمية ٥٠٠ قرش . وقد بلغت القيمة السوقية للسهم ٣٠٠٠ قرش فى ١٩ ابريل ٢٠٠٤ حيث حدثت التجزئة فى اليوم التالى : وقد تم التعامل فى السهم بالبورصة (الجديد) بسعر ٦٠٠ قرش .

قد تتم التجزئة بهدف تخفيض سعر السهم لإتاحة الفرصة أمام المستثمرين فى التعامل فى هذه الأسهم .

قد يبدو أن تجزئة السهم ذات أهمية بالنسبة للمستثمر لثلاث أسباب :

١- قد يترتب على هذه العملية توسيع دائرة أسهم الشركة مما يعنى زيادة الطلب ، وبالتالى زيادة سعر السهم .

٢- إذا كانت تجزئة أو تقسيم التوزيعات للأسهم ليست بنفس نسبة التجزئة ، فإن التوزيعات الكلية التى يحصل عليها سوف تزيد مما يؤدى بالتبعية إلى زيادة سعر السهم .

٣- تساعد عملية التجزئة على عملية التصفية الجزئية للمحفظة وهذا فى صالح المستثمر الصغير .

٢- *توزيع أسهم مجانية :*

بمعنى أن المنظمة تحتفظ بعدد من الأسهم الجديدة لكى توزعها على المساهمين دون أن تطلب منهم سداد أى نقدية . أى أن المنظمة تكافئ المساهمين فى شكل أسهم بدلاً من أن تجرى توزيعات نقدية . وفى حقيقة الأمر فإن المساهم يمكنه بيع هذه الأسهم واعتبار ثمن البيع بمثابة توزيعات ، ولكن التوزيعات من قبل الشركة هى توزيعات فى شكل أسهم بدلاً من التوزيعات النقدية ، من الناحية النظرية فإن هذه التوزيعات فى شكل أسهم لم تثرى المساهم لأنه سيحصل على نفس التوزيعات ، وهذا يعنى أن القيمة السوقية غير مرتبطة بمثل هذه العملية ، وعلى العكس فقد زاد عدد الأسهم عندما أصدرت المنظمة هذه الأسهم الجديدة ، وهذا يعنى أن سعر السهم سينخفض بالمقارنة بما كان عليه قبل التوزيع لهذه الأسهم .

يمكن أن نذكر ثلاث خصائص مترتبة على توزيع أسهم مجانية هى :

١- توجد علاقة قوية بين توزيع أسهم مجانية وتجزئة الأسهم ، (من وجهة النظر المالية فقط) ، ففى الحالتين يحدث تخفيف فى سعر السهم ، وبذلك يستطيع المستثمر تصفية جزئية للمحفظة عندما يرغب المستثمر فى ذلك .

٢- إذا كان السوق يتيح فرص إستثمارية مربحة لإستثمار الأرباح،

فإن سعر السهم يتجه إلى الإرتفاع ليصل أو يتجاوز السعر السابق لعملية التوزيع نتيجة التقديرات المتوقعة وليس بسبب عملية توزيع الأسهم المجانية، لأن الأخيرة ليس لها تأثير على معدل نمو السعر ولكن بسبب عوامل نفسية واقتصادية .

٣- عندما تدفع المنظمة بإنتظام التوزيعات نقداً ، فإن دفع توزيعات عرضية فى شكل أسهم مجانية يعتبر - ميزة بالنسبة للمستثمر - بفرض ثبات التوزيعات واستمراريتها - فإنه يترتب على هذه العملية زيادة عائد التوظيف الظاهرى وكذلك العائد الكلى .

يعنى هذا أن عملية توزيع أسهم مجانية مثل عملية تقسيم أو تجزئة الأسهم لا تؤثر على القيمة الراسمالية للمنظمة ولكنها تؤثر على عدد الأسهم المتداولة لهذا السبب تحدث إنخفاض فنى فى السعر ولا يشكل خسارة بالنسبة للمستثمر .

لذلك يجب أخذ هذا العامل فى الإعتبار عند المقارنة بإجراء التعديل. هذا يعنى أنه ينبغى تعديل السعر إذا ما حدث توزيع أسهم مجانية - ويتم ذلك كما يلى :

بفرض أن :

ن = عدد الأسهم قبل توزيع الأسهم المجانية .

م = عدد الأسهم المجانية الموزعة .

$س_{av}$ = سعر السهم قبل التوزيع .

$س_{ap}$ = سعر السهم بعد توزيع الأسهم المجانية .

حسب التعريف فإن لدينا :

ن $س_{av}$ = (ن + م) $س_{ap}$ أى أن قيمة المنظمة بعد توزيع أسهم مجانية تساوى إجمالى عدد الأسهم × سعر السهم بعد توزيع أسهم مجانية .

$$\frac{ن}{ن + م} س_{av} = س_{ap}$$

أى أن $\frac{١}{١ + هـ}$ س av = س ap

حيث هـ = $\frac{ن}{م}$ أى معدل التوزيع .

هذا يعنى أن الأمر يتطلب تعديل أسعار الأسهم السابقة لتوزيع الأسهم المجانية بالضرب فى المعامل ص .

حيث ص = $\frac{١}{١ + هـ}$

٣- زيادة رأس المال :

من الناحية النظرية ، فإن زيادة رأس المال لا تحدث أى تأثير على السعر فى البورصة إلا إذا كان سعر الإصدار للسهم الجديد أقل من سعر البورصة فى يوم الإصدار وهو ما يحدث غالباً مما يعنى أن زيادة رأس المال تؤدى بالتبعية إلى تخفيف فى سعر السهم .

ويعنى هذا أن المساهمين سيتحملون خسارة فى هذه الحالة إذا لم يتم حمايتهم ضد مخاطر انخفاض القيمة ، وذلك عن طريق حق أولوية الإكتتاب . يتيح هذا الحق للمساهم الإكتتاب فى زيادة رأس المال بنسبة عدد الأسهم القديمة التى يمتلكها أو بيع هذا الحق للغير وفى كلتا الحالتين لن يضار المساهم .

يهم المستثمر تقويم حق الإكتتاب ، حيث تحسب قيمة من الإكتتاب وفقاً للمعادلة الآتية :

قيمة حق الإكتتاب = $\frac{س - سَ}{د + ١}$

حيث س أخر سعر للسهم قبل زيادة رأس المال ، سَ = سعر الإصدار للسهم ، د = رقم حق الإكتتاب . وبمعرفة أن السهم فى أول يوم لزيادة رأس المال بسعر - (ex droit) - بذلك لا تصلح هذه المعادلة لتقويم حق الإكتتاب خلال فترة الإكتتاب ولكن فقط خلال فترة صلاحية هذا الحق .

نأخذ مثالاً خاصاً بزيادة رأس المال لشركة الطيران السويسرية خلال الفترة من ٣ حتى ١٦ مايو ٢٠٠٥ بسعر ٤٠٠ فرنك للسهم .

	أسهم جديدة	أسهم جديدة
أسهم إسمية	٨٠٣١٣	٨٢٠٣١
أسهم لحاملها	٢٨٣٢٢٥	٢٠٥١٧

رقم حق الإكتتاب لكلا الفئتين من الأسهم هى ١٠ : ١ . وقد حدد سعر السهم لحامله فى ٢ مايو – ٦١٤ فرنك ، قبل ممارسة حق الإكتتاب . وبهذا نجد أن القيمة النظرية لحق الإكتتاب DPS للأسهم لحاملها هى :

$$ق = \frac{٦١٤ - ٤٠٠}{١٠ + ١} = \frac{٢١٤}{١١} = ١٩,٥٠ \text{ فرنك .}$$

وهذا يعنى أن أول سعر للسهم – مع بقاء الظروف الأخرى ثابتة = ٦١٤ – ١٩,٥٠ = ٥٩٤,٥٠ فرنك .

وهو ما يعنى سعر منخفض بالمقارنة بالسعر السابق لإصدار أسهم زيادة رأس المال . وليس من المناسب حساب القيمة النظرية لحق الإكتتاب وفقًا للمعادلة السابقة لذلك يتطلب الأمر تقويم هذا الحق بطريقة مباشرة إبتداء من سعر أول يوم لزيادة رأس المال .

حيث لدينا :

$$ق = \frac{س - سَ}{د + ١}$$

ق (د + ١) = س – سَ

ق د + ق = س – سَ

ق د = س – ق – سَ

حيث س – ق = سعر أول يوم للإصدار الجديد وهو السعر المشاهد مباشرة فى السوق .

اى أن :

$$ق\ د = س_{ex} - سَ ،\ اى\ أن\ ق = \frac{س_{ex} - سَ}{د}$$

اى أن قيمة حق الإكتتاب =

$$\frac{\text{سعر اول يوم الإكتتاب – سعر الإصدار للسهم الجديد}}{\text{عدد الأسهم القديمة المقدمة للإكتتاب فى السهم الجديد}}$$

* منهم ٧٨,٥٥ سهم إحتفظت بها الشركة لمقابلة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ٥ ٪ ، ٦٩ – ٨١ والتى لا تخضع لأولوية الإكتتاب .

وبهذا الشكل يمكن حساب قيمة الإكتتاب مباشرة بصرف النظر عن وقت حساب قيمة هذا الحق داخل نطاق فترة الإكتتاب – وبالنسبة لشركة الطيران السويسرية وبإفتراض أن السعر المشاهد فى السوق $س_{ex}$ = ٥٩٤,٥ فرنك ومع بقاء الظروف الأخرى كما هى :

$$\text{قيمة حق الإكتتاب} = \frac{٥٩٤,٥٠ - ٤٠٠}{١٠} = ١٩,٥٠ \text{ فرنك .}$$

ولكن هذا الفرض لا يتحقق عمليًا حيث لا يبقى السعر ثابت – ففى حالة شركة الطيران السويسرية فإن السعر فى أول يوم للإكتتاب بلغ ٥٨٩ فرنك وليس ٥٩٤,٥ وهذا يعنى أن القيمة النظرية لحق الإكتتاب =

$$\frac{٥٨٩ - ٤٠٠}{١٠} = \frac{١٨٩}{١٠} = ١٨,٩ \text{ فرنك .}$$

وفيما يلى الأسعار خلال فترة الإكتتاب :

التاريخ	سعر السهم لحامله	القيمة النظرية لحق الإكتتاب	القيمة الفعلية لحق الإكتتاب	نسبة التفاوت بين القيمة النظرية والفعلية لحق الإكتتاب
٤/٣٠	٦١٣	–	–	–
٥/٢	٦١٤	–	–	–
٥/٣	ex ٥٨٩	١٨,٩٠	١٩	٪,٥
٥/٤	٦٠٥	٢٠,٥٠	١٩,٥٠	(٪٤,٩)
٥/٧	٦١٥	٢١,٥٠	٢١,-	(٪٢,٣)
٥/٨	٦٠٨	٢٠,٨٠	٢١,٥٠	(٪٣,٤)
٥/٩	٦٠٢	٢٠,٨٠	١٩,٥٠	(٪٣,٥)
٥/١٠	٦٠٨	٢٠,٨٠	٢٠,-	(٪٣,٨)
٥/١١	٦٢٠	٢٢,-	٢١,٥٠	(٪٢,٣)
٥/١٤	٦١٠	٢١,-	٢٠,٢٥	(٪٣,٦)
٥/١٥	٦١٠	٢١,-	٢٠,٥٠	(٪٢,٤)
٥/١٦	٦٢٠	٢٢,-	لا تحسب	لا تحسب
٥/١٧	٦٢٦	–	–	–

يلاحظ وجود فرق يتراوح بين ٢٪ – ٥٪ سالب بين القيمة الفعلية والنظرية .

ولكى يتم تعديل أسعار الأسهم حتى تصبح صالحة للمقارنة نتيجة زيادة رأس المال – يجب إعتبار بيع حق الإكتتاب بمثابة تصفية جزئية للمحفظة .

ولكى يتم تعديل السعر يراعى ما يلى :

$س_{ex} < سَ$

$س_{ex} = سَ \times م$ حيث $م < ١$

فهذا الإختلاف بين سعر أول يوم للإكتتاب وآخر سعر قبل الإكتتاب ، ولكى يتم استبعاد هذا الإختلاف أو التباين فى الأسعار بسبب زيادة رأس المال ، يمكن اعتبار أن هذه الأسعار متماثلة لذلك لابد من تحديد قيمة المعامل م وتطبيقه على الأسعار السابقة للإكتتاب وإستبعاد هذا التباين حيث يتحدد هذا المعامل كما يلى :

$$م = \frac{س_{ex}}{س}$$

بالنسبة لشركة الطيران السويسرى فإن المعامل يساوى ٠,٩٥٩٢٨ ويحسب كما يلى :

$$\frac{٥٨٩}{٦١٤} = ٠,٩٥٩٢٨$$

إذا ما حدث وكان سعر أول يوم للإكتتاب أعلى من أخر سعر سابق للإكتتاب فهذا يعنى أن المعامل يكون أكبر من واحد وهذا مستحيل - وفى ظل هذه الأوضاع فإنه يفضل إستخدام السعر النظرى $س_{ex}$ بدلاً من السعر الفعلى .

جـ- الأوراق المالية المشتقة :

هذا النوع من الأوراق المالية يعتمد فى وجوده على وجود أصل مالى أو مادى بالفعل من هذه الأوراق المشتقة الاختيارات Options والكفالات Wrrants والأوراق المالية القابلة للتحويل والعقود الآجلة والمستقبلية .

الخيارات :

هى أوراق مالية تشتق من الأسهم العادية وتعطى لحاملها الحق فى شراء السهم ذاته بعد أو خلال فترة زمنية معينة بسعر معين وهذا النوع يسمى اختيار الشراء ، كما يوجد اختيار البيع وهو الذى يعطى لحامله الحق فى بيع سهم معين خلال أو بعد فترة زمنية معينة بسعر معين . وهذه الاختيارات تصدر من المستثمرين مباشرة ولا دخل

للشركة مصدرة الأسهم العادية فى هذه الاختيارات .

الكفالات :

الكفالة هى اختيارات تصدرها الشركة حيث تعطى لمشترى الكفالة الحق فى شراء عدد معين من الأسهم العادية خلال فترة زمنية معينة بسعر معين متفق عليه .

الأوراق المالية القابلة للتحويل :

هذه الأوراق تشتق من الأسهم الممتازة أو السندات حيث تصدرها الشركات ومعها حق يضمن للمستثمر حامل السهم الممتاز أو السند بتحويل ورقته المالية إلى أسهم عادية بمعدل تحويل معين .

العقود الآجلة والمستقبلية :

تتم هذه العقود بين طرفين بائع ، مشترى ، حيث يتعهد البائع بتسليم أصل معين بكميات معينة بسعر معين فى تاريخ معين مستقبلاً .

العقود المستقبلية تعتبر عقود منظمة ظهرت حديثًا نتيجة لوجود بورصة العقود التى تدخل كطرف وسيط بين البائع والمشترى وتضمن تنفيذ العقد .

الشروط الواجب توافرها فى الأوراق المالية لقيدها فى البورصة[1] :

يتم تداول الأوراق المالية فى بورصة الأوراق المالية . وحتى يمكن أن يتم هذا التداول لا بد أن تكون هذه الأوراق مقيدة فى البورصة وقد يتم القيد فى الجداول الرسمية للبورصة أو الجداول غير الرسمية لها . يتم ذلك مقابل رسوم تسدد للبورصة ، ويتم قيد الورقة المالية وشطبها بقرار من إدارة البورصة .

ولقد حدد القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال ، والقانون رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ الخاص باللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الشروط الواجب توافرها فى الأوراق المالية التى يتم قيدها فى البورصة حيث حدد القيد فى الجداول الرسمية للبورصة فى الأوراق التالية :

١- السندات وأذون الخزانة التى تصدرها الدولة وتطرحها للاكتتاب العام .

٢- الأوراق المالية - أسهم وسندات - الخاصة بشركات قطاع الأعمال العام .

٣- الأسهم الاسمية العادية التى تطرح للاكتتاب ويتم تداولها استناداً إلى نشرة معتمدة من هيئة سوق رأس المال على النماذج التى تعدها وتقرها هذه الهيئة ، مع ضرورة توافر شرطين هما :

(أ) الا يقل ما يطرح من الأسهم للاكتتاب العام عن ٣٠٪ من مجموع أسهم المشروع .

(ب) الا يقل عدد المكتتبين فى هذه الأسهم (الاسمية العادية) عن ١٥٠ فرد . وفى الحالات التى يقل فيها العدد عن ذلك ولمدة ٣ شهور

---

(١) د. سيد جاد الرب ، إدارة المنشآت المالية ، مرجع سبق ذكره ص ٧٢ وما بعدها .

خلال السنة المالية سواء كانت هذه المدة متصلة أو منفصلة - فإنه يتم نقل القيد من الجداول الرسمية إلى الجداول غير الرسمية .

٤- الأوراق المالية التى يتم اصدارها بغرض تمويل نشاط محدد بعد أداء رأس المال المصدر بالكامل ، والتى لا تزيد قيمتها عن صافى أصول الشركة ، أو التى يصدر بها قرار من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق رأس المال بقيمة تجاوز صافى الأصول مع عدم الإخلال بالشرطين السابقين الواردين فى البند (٣) .

أما بالنسبة للقيد فى الجداول غير الرسمية لبورصة الأوراق المالية فيشمل ما يلى :

١- الأوراق المالية الأجنبية .

٢- الأوراق المالية التى لا يتوافر فيها شروط القيد فى الجداول الرسمية.

وللقيد فى جداول البورصة سواء الجداول الرسمية أو غير الرسمية فوائد متعددة أهمها توفير البيانات والمعلومات الخاصة بالأوراق المالية المقيدة التى ترشد من قرارات تداول هذه الأوراق كذلك فإن إدراج الأوراق المالية فى البورصة يعتبر بمثابة إعلان دائم عن الشركة إذ يظهر اسم الشركة دائماً فى جداول أسعار البورصة ، كما يذاع فى النشرة المالية التى تذيعها الإذاعة ، وفى الصحف التى تبين أسعار الأسهم ، كما يتمكن المستثمرون من معرفة أسعار أوراقهم ، ويهم ذلك بصفة خاصة التى تقرض بضمان الأوراق المالية إذ تستطيع أن تتبع قيمة الضمان وتطلب زيادة ضمانها إذا انخفضت أسعار الأوراق إلى درجة تهدد الضمان بعد كفايتها لمواجهة القرض ، هذا بالإضافة إلى تحديد مبلغ القرض من البداية التى يمكن إقراضه للعميل بضمان أوراق مالية معينة .

ويتم القيد فى البورصة عن طريق تقديم الشركة التى تصدر أسهم أو سندات عن طريق الاكتتاب العام طلبًا إلى جميع بورصات الأوراق المالية فى مصر لقيدها فى جداول الأسعار خلال سنة من إصدارها .

وإذا لم تطرح للاكتتاب العام يجب تقديم الطلب خلال الثلاثة شهور التالية لنشر الميزانية الثالثة . ويجب أن يكون الطلب مؤيداً بالمستندات التالية :

١- نسخة من عقد الشركة ومن نظامها ونسخة من القرار الصادر بتكوين الشركة .

٢- نشرة إصدار الأوراق المالية موقعًا عليها من المسئولين بالشركة إذا كانت قد طرحت للاكتتاب العام .

٣- ميزانيات السنوات السابقة على طلب القيد .

٤- نموذج من الأسهم أو السندات .

٥- أى مستندات أخرى تطلبها لجنة البورصة .

وتلتزم الشركة التى قيدت أوراقها بالبورصة بأن تقوم بتوزيع الأرباح فى المدينة الموجودة بها البورصة ، وأن تقدم إلى لجنة البورصة الميزانية والحسابات الختامية وتقرير مجلس الإدارة ومراقبى الحسابات، ويجب أن يتم إرسال هذه المستندات قبل ١٥ يوم على الأقل من تاريخ دعوة المساهمين لحضور اجتماع الجمعية العمومية للشركة، ولا يعفى الشركة من ذلك قيامها بنشر هذه الوثائق بالصحف ، كذلك يجب على الشركة إخطار لجنة البورصة بكافة التعديلات التى تدخلها على قيد الشركة أو نظمها ، وكذلك القرارات التى يتخذها مجلس الإدارة بشأن تحديد قيمة الكوبون وتاريخ الدفع .

والآن لاحظ :

جداول رسمية يقيد بها الأوراق المالية الآتية :

١- أسهم شركات الاكتتاب العام التى يتوافر فيها الشرطان الآتيان:

أ- الا يقل ما يطرح من الأسهم الاسمية للاكتتاب العام عن ٢٠٪ من مجموع أسهم الشركة .

ب- الا يقل عدد المكتتبين فى الأسهم المطروحة عن مائة وخمسين ولو كانوا من غير المصريين ، وإذا لم يتوافر النصاب السابق خلال ١٣ شهر اعتبرت مشطوبة وتنقل للجداول غير الرسمية.

٢- السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى التى تطرحها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم فى اكتتاب عام على أن تتوافر فيها الشروط السابقة فى (١) .

٣- الأوراق المالية التى تصدرها الدولة وتطرح فى اكتتاب عام .

٤- الأسهم والأوراق المالية الأخرى لشركات القطاع العام وقطاع الأعمال العام .

جداول غير رسمية ويقيد بها :

١- الأسهم والأوراق المالية التى لا تتوافر بها شروط القيد فى الجداول الرسمية .

٢- الأوراق المالية الأجنبية .

وجاء فى المادة (١٧) « لا يجوز تداول الأوراق المالية المقيدة فى أى بورصة خارجها وإلا وقع التداول باطلاً. وجاء فى المادة (١٨) أن يكون التعامل فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلاً ، وأيضاً كفل القانون لرئيس البورصة حق وقف عرض وطلبات التداول التى ترمى إلى التلاعب فى الأسعار .

الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية :

وهى الشركات التى تباشر نشاطاً أو اكثر من الأنشطة التالية:

أ- ترويج وتغطية الاكتتاب فى الأوراق المالية .

ب- الاشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراق مالية أو فى زيادة رؤوس أموالها.

جـ- رأس المال المخاطر .

د- المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية .

هـ- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار .

و- السمسرة فى الأوراق المالية (١) .

---

(١) سوق المال، القانون واللائحة التنفيذية كتاب الأهرام الاقتصادى ، العدد ٦٣ مايو ١٩٩٣ من ٩ - ١٣ بتصرف .

مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية :

يقصد بمخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية مدى تذبذب المتولد عنها .

فالمخاطرة هى عدم التأكد من حتمية حصول العائد أو من حجمه أو من زمنه أومن انتظامه أومن جميع هذه الأمور مجتمعة (١) .

ومن أهم المخاطر التى يتعرض لها الاستثمار فى الأوراق المالية :

١- مخاطر سعر الفائدة *Interest Rate Risk* :

ان ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية . فارتفاع سعر الفائدة يؤدى إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر العادى فى هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التى يملكها ووضع ثمنها كوديعة فى البنك مثلاً تدر عليه عائداً اكبر .

وأن أى تغيير فى أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار الأوراق المالية طويلة الأجل بشكل اكبر من تأثيره على أسعار الأوراق المالية قصيرة الأجل (٢) .

إن استثمار المصرف لجانب كبير من موارده فى أوراق مالية طويلة الأجل لا يؤمن عواقبه حيث قد يتعرض المصرف إلى خسارة كبيرة إذا ما تصادف ارتفاع سعر الفائدة وقت اضطراره لبيعها وذلك نظراً لما يترتب على ارتفاع أسعار الفائدة من انخفاض لأسعار الأسهم والسندات (٣). ويمكن قياس مخاطر سعر الفائدة باستخدام النسبة بين الأصول التى تتأثر بتذبذب سعر الفائدة إلى الخصوم التى تتأثر ايضاً بهذا التذبذب (٤) .

---

(١) د. زياد رمضان وآخرون ، الاتجاهات المعاصرة فى إدارة البنوك، دار وائل للنشر، عمان ٢٠٠٠ ص ٢٨٤ وما بعدها .

(٢) Tgomas D. Simpson, Money, Banking & Economic Analysis, P. 145 .

(٣) د. محمد زكى شافعى ، مقدمة فى النقود والبنوك ، ص ٢٨٤ .

(٤) George H. Hempel, Donald G. Simonson, Alan B. Coleman, Op. cit., P. 66.

٢- مخاطر السيولة Liquidity Risk :

وتتحدد مخاطر السيولة من خلال مدى دقة الإدارة فى تقدير احتياجات المصرف من السيولة بحيث لا يضطر إلى البيع السريع للأوراق المالية بينما يترتب على ذلك من مخاطر وخسائر ، وتقاس مخاطر السيولة عن طريق نسبة الاستثمارات المالية قصيرة الأجل إلى مجموع الودائع .

٣- مخاطر الائتمان Credit Risk :

وهى المخاطر التى تنتج عن عدم قدرة الجهة التى أصدرت السندات على سداد قيمتها فى المواعيد المقررة . ويوجد هذا النوع من المخاطر خاصة عندما تكون السندات المصدرة غير مضمونة من الحكومة . وهنالك مقاييس عديدة لقياس مخاطر الائتمان منها نسبة القروض الى الائتمان ومنها نسبة خسائر القروض إلى القروض أو غير ذلك .

٤- مخاطر رأس المال Capital Risk :

ويرجع وجود هذه المخاطر إلى عدم كفاية رأس المال لامتصاص الخسائر التى يمكن أن تحدث وبالتالى وصول هذه الخسائر إلى المودعين والدائنين . فإذا اشترى المصرف سندات دين فى إحدى الشركات التى كان رأسمالها أقل من الحد الكافى والمطلوب لعملياتها وتوظيفاتها وحدث أن تعرضت هذه الشركة إلى خسائر جسيمة ، فإن الخسائر قد تصل إلى أموال المودعين والدائنين .

ويمكن قياس مخاطر رأس المال من خلال نسبة حقوق الملكية إلى الأصول الخطرة .

وتهتم البنوك المركزية دائماً بالتأكد من كفاية راس المال بالنسبة لمصارف حيث أنه يعتبر ضامن لحقوق المودعين والدائنين .

٥- مخاطر السوق Market Risks :

حيث تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة فى المنطقة كما تتأثر أيضًا بالعوامل النفسية فى السوق مثل

الولاء لأسهم معينة والجرى خلف حالات الذعر فى السوق والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة .

والعامل الأساسى فى تحديد اسعار أسهم الشركات هو القدرة الحالية والمتوقعة لكل شركة على تحقيق أو توليد الأرباح وبالتالى إقرار توزيعاتها من تلك الأرباح على المساهمين .

ويتحدد سعر السهم فى السوق بقوى العرض والطلب إذ يتوقف على أعلى سعر يرغب المستثمرون فى دفعه كقيمة للسهم وعلى أرخص سعر يكون البائعون على استعداد لقبوله ثمناً للسهم (١) .

المبادلة بين المخاطر والعوائد (٢) :

يعتمد نجاح الإدارة فى عملها على قدرتها على إجراء الموازنة السليمة بين المخاطر والعائد . وإذا كان مستوى المخاطر محدداً فإن إدارة المصرف تفضل التعامل مع الاستثمار الذى يكون عائده اكبر. أما إذا كانت الإدارة تتعامل مع استثمارات ذات عوائد متساوية فإنها تختار الاستثمار الذى تكون مخاطره اقل .

وعلى الرغم من أن حجم العوائد – فى حالة ثبات مستوى المخاطر– هو المقرر الأساسى الذى تسترشد به الإدارة عند قياس العوائد ، إلا أن أوقات تحصيل هذه العوائد وإمكانيات استثمارها فى المستقبل من المقررات الأخرى التى تأخذها الإدارة بعين الاعتبار .

طرق تقليل المخاطر:

١- *التنويع Diversifaction:*

إن التنويع فى الاستثمارات يؤدى إلى تخفيض المخاطر ولكنه لا يؤدى إلى إزالة هذه المخاطر أو القضاء عليها وتضع المصارف سياساتها

---

(١) د. مختار محمد بلول ، كيف تستثمر اموالك فى الأسهم والسندات ، ص ١٠٣.

(٢) لمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى كتاب د. زياد رمضان ، المرجع السابق ، ص ٦٦ – ٧٥ .

وضوابطها لتنويع استثماراتها والتى قد تشمل المجالات التالية :

أ- انواع الأوراق المالية التى يجوز للمصرف الاستثمار فيها وقيمة الاستثمار فى كل نوع فتحدد الإدارة انواع هذه الأوراق المالية من حيث كونها اسهم أو سندات تنمية أو اسناد قرض أو أذونات خزينة . كما أنها قد تحدد القطاعات الممكن الاستثمار فيها كقطاعات البنوك أو الخدمات أو الصناعة أو التأمين ، أو قد تحدد الاستثمار فى أوراق مالية محلية أو أجنبية .

ب- مستوى جودة الأوراق المالية . فتحدد مستوى الجودة له علاقة مباشرة مع النسبة المقبولة من المخاطر فإذا لم يكن لدى المصرف استعداد لقبول مخاطر عالية فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية الجيدة المستوى .

جـ- تواريخ الاستحقاق : إذ تعمل إدارة المصرف دائماً على جدولة تواريخ استحقاق السندات كى تتمشى مع احتياجات التدفق النقدى ومتطلبات السيولة حيث أن المصرف دائمًا يواجه مشكلة عدم توافق تواريخ استحقاق الودائع على تواريخ استحقاق القروض .

وإحدى الطرق المعروفة والتى يستخدمها عدة مصارف فى تنويع تواريخ الاستحقاق هى طريقة تدريج تواريخ الاستحقاق والتى تتضمن استثمار قيمة متساوية فى السندات التى تستحق كل سنة ولمدة عشر سنوات مثلاً . وبعد مرور كل سنة يتم بيع السندات التى استحقت تواريخها خلال تلك الفترة وشراء سندات أخرى بنفس القيمة تستحق بعد عشر سنوات وهكذا (١) .

ويجب أن تراعى إدارة المحفظة درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة إذ أن باستطاعتها تقليل المخاطر التى تتعرض لها هذه العوائد عن طريق اختيار الأوراق المالية التى لا يوجد ارتباط بين

---

(١) Edward W. Reed, Edqard K. Gill, Commercial Banking, P. 379.

عوائدها ، فكلما زاد الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة لمحفظة ما كلما ارتفعت نسبة المخاطر فيها .

٢- سياسة الوقاية من الخسائر (التحوط) Hedging :

تلجأ المصارف عادة إلى اتباع سياسات معينة بهدف وقاية نفسها من مخاطر احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية التى تمتلكها ، فقد يتوقع المصرف انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ستة شهور مثلاً ، وبنفس الوقت يتوقع فى تلك الفترة أن يحتاج إلى سيولة لمقابلة احتياجاته ، وحتى يجنب المصرف بيع أوراقه المالية بخسارة كبيرة فى تلك الفترة ، فإنه يعمل على وقاية نفسه (يتحوط) من تلك الخسائر من خلال توقيع ما يسمى بعقود المشتقات Derivatves والتى تشمل بشكل أساسى الخيارات Options والمستقبليات Futures والعقود الآجلة Forward Contracts والمبادلات Swaps .

ان الهدف من المشتقات هو التحوط Hedging عن طريق نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات أسعار العديد من العناصر مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم وأسعار السلع ، كما قد يلجأ البعض إلى التعامل بها لغايات المضاربة (١) .

فى هذا الفصل لن يتم الخوض فى تفاصيل موضوع التحوط لكل أنواع المشتقات ، لأن هذا يتعلق بالأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية ، فمن يرغب بالاستزادة يمكنه الرجوع إلى المصادر المتخصصة فى مجال الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية ولكن عمومًا سوف نكتفى بشرح موجز للخيارات والمستقبليات فقط كأدوات مهمة تستخدم للتحوط ضد العديد من المخاطر .

---

(١) أ. د. زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالى والحقيقى ، دار وائل للنشر ، عمان، ١٩٩٨ ، ص ٨٩ .

أولاً : العقود المستقبلية Futures Contract :

العقد المستقبلي هو اتفاقية بين مستثمر ومؤسسة تقاص لشراء أو بيع أصل معين في وقت لاحق وبسعر محدد سلفًا ، إلا أن عملية تسليم الأصل من قبل البائع ودفع الثمن من قبل المشترى لا تتم إلا في التاريخ المحدد في الاتفاقية . والقيود المستقبلية هي عقود منمطة من حيث تواريخ الاستحقاق وحجم العقد والأسعار المستقبلية التي سيتم التنفيذ على أساسها .

ان العقد المستقبلي يختلف عن الاتفاقيات الأخرى من حيث إمكانية تحويله من طرف إلى آخر ، فكل طرف يمكنه أن يبيع حقه في الاستلام والتسليم خلال فترة سريان العقد (١) ، إذ ان مؤسسة التقاص تقوم بدور الوسيط بين مشترى العقد المستقبلي والبائع وتضمن لكل منهم حقه الكامل ولأجل ان تتمكن مؤسسة التقاصي من ضمان وفاء كل طرف بالتزاماته تجاه الطرف الآخر ، فإنها تطلب من المشترى ايداع مبلغمعين لديها كهامش ابتدائي Initial Margin تتراوح قيمته بين ٥ - ١٥ ٪ من قيمة العقد ، بالإضافة إلى انها قد تطلب منه دفع مبالغ إضافية (هامش الفرق Varitaion Margin) إذا انخفضت الأسعار ووصلت الخسارة إلى حد أدنى محد سلفًا (هامش الصيانة Maintenance Margin) وذلك حتى يصل مبلغ التأمين لدى مؤسسة التقاص إلى مبلغ مساوٍ للتأمين الابتدائي .

ان الكثير من المستثمرين قد يتعرضوا لمخاطر تغير الأسعار إذا كانوا يمتلكون السلعة ، أو يتوقعون الحاجة إليها مستقبلاً ، ويلجأ المستثمر إلى الوقاية من الخسائر من خلال القيام بشراء / بيع عقد مستقبلي وذلك لحماية نفسه من مخاطر احتمال انخفاض أو ارتفاع الأسعار مستقبلاً ، فالمستثمر الذى يمتلك أصلاً من الأصول يمكنه

---

(١) Lewis Mandell, and Thomas Obrein, Investments (N.Y. Macmillan Publishing, 1992) , P. 262.

تجنب انخفاض الأسعار مستقبلاً من خلال ابرام عقد بيع مستقبلى والمستثمر الذى يحتاج إلى أصل معين فى المستقبل ويتوقع ارتفاع الأسعار فى ذلك الوقت ، فإنه يمكنه تجنب ارتفاع الأسعار مستقبلاً من خلال ابرام عقد شراء مستقبلى بسعر محدد (١) .

بالرغم من الأهمية الكبيرة التى تحتلها العقود المستقبلية فى أسواق الدولة المتقدمة ، إلا انها لا تخلو من تعرض المتعاملين بها إلى مخاطر كثيرة كمخاطر تغير الأسعار ومخاطر عدم وفاء الطرف الآخر بالتزاماته . ان مخاطر تقلب الأسعار لا يمكن التنبؤ بها أو التحكم بها ، أمامخاطر عدم الوفاء فإن وجود مؤسسة التقاص له دور كبير فى هذا المجال .

ثانيًا : عقود الخيار Options :

عقد الخيار هو ذلك الذى يعطى لحامله الحق فى أن يبيع أو يشترى أصل معين كالأسهم وغيرها ، بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ Strike Price وفى تاريخ معين Maturity Date (أو خلال فترة محددة) وذلك مقابل مبلغ معين يدفعه محرر العقد (البائع) إلى المشترى تسمى علاوة حق الخيار Option Premium .

وقد تشمل عقود الخيار الأسهم كما انها قد تشمل كذلك العملات الأجنبية والأدوات المالية الأخرى والسلع (٢) . ان عقد الخيار يعتبر من الوسائل التى يبيعها المستثمر بهدف التقليل من المخاطر المتعلقة باستثماراته سواء كانت اسهم أو عملات أو اية سلعة أخرى .

---

(١) محفوظ احمد جودة « الاستثمار فى العقود المستقبلية » ، جمعية البنوك فى الأردن ، العدد الأول ، المجلد الثالث عشر آذار ، ١٩٩٩ ،ص ٥١ - ٥٣ .

(٢) John Hull. Options, Futures , and ithe Derivatives Securities, N.J. Prentice Hall, 1989, p. 9.

يمكن التمييز اجمالاً بين أسلوبين من أساليب الخيار (١) :

أ- الأسلوب الأمريكى American Option : بموجب الأسلوب الأمريكى فإن العقد يعطى مشترى حق الخيار الحق فى شراء أو بيع أوراقًا مالية بالسعر المتفق عليه فى أى وقت خلال الفترة الممتدة من ابرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه .

ب- الأسلوب الأوروبى European Option : بموجب هذا الأسلوب فإن العقد يعطى مشترى حق الخيار الحق فى شراء أوراقًا مالية بالسعر المتفق عليه ، إلا ان التنفيذ لا يتم إلا فى تاريخ الاستحقاق فقط.

وأما من حيث أنواع عقود الخيار فهناك نوعان رئيسيان (٢) :

١- عقد خيار الشراء Call Option :

يعطى عقد خيار الشراء الحق للمشترى فى أن ينفذ أو لا ينفذ عملية شراء الأصل ، وفقًا للسعر المتفق عليه فى وقت سابق ، فإذا توقع أحد المستثمرين ارتفاع سعر سهم شركة معينة ، فقد يقوم بشراء خيار الشراء لهذا السهم ، الذى يعطيه الحق فى طلب تنفيذ عملية الشراء أو عدم تنفيذها وفقاً لمصلحته .

مثال :

قام أحد البنوك بشراء حق خيار لشراء عدد من الأسهم بسعر السهم ٣٠ دولار أمريكى استحقاق شهر مايو ٢٠٠٠ ، ودفع مبلغ دولار واحد كعلاوة حق الخيار ، إذا ارتفع سعر السهم إلى ٣٥ دولار ، فهل يطلب البنك تنفيذ الشراء أم لا ؟

---

(١) د. حسنى خربوش ، د. عبد المعطى أرشيد ، محفوظ جودة ، الأسواق المالية : مفاهيم وتطبيقات (عمان ، دار زهران للنشر والتوزيع ١٩٩٨) ص ١٧٦ .

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر محفوظ جودة ؛ الاستثمار فى عقود الخيار ؛ جمعية البنوك فى الأردن ، العدد الخامس ، المجلد الثامن عشر ، حزيران ١٩٩٩ ،ص ٦٣-٦٥.

الحـل :

حيث إن بإمكان البنك أن يطلـب التنفيذ ويشـترى السـهم بمبلـغ ٣٠ دولار ، وأن يبـيـعـه بـنفس الوقت فى الـسـوق بمبلـغ ٣٥ دولار فـإن من مـصلحـتـه أن يطلب تنفيـذ الـعـقـد ، وبذلك يـحـقق ربـحـًا مـقـداره (٤) دولارات (٣٥ - (٣٠+١)) وبنفس الوقت فإن خسـارة مـحـرر العـقـد أيضـًا (٤) دولارات ، ولكن ما هو الوضـع لو انـخفض سـعر السـهـم إلى ٢٥ دولار ، فى هذه الحالة فإن البنك لن يطلب تنفيذ العـقد لأن بإمكانه أن يشـترى السـهم نفسـه من السـوق بسـعـر أقل ، وهنا فإن خسـارته لا تتعدى دولار واحد هى قيمة العلاوة .

٢- عقد خيار البيع Put Option :

يعطى هذا النوع من العقود الحق للمشترى فى أن يطلب تنفيذ أو عدم تنفيد عمليـة البيع وفقـًا للسعر المحدد المتفق عليه سـابقـًا ، ان من أهم وسائل حماية المسـتثمر من الخسائر المتوقعة هى عملية شراء حق خيار البيع ، فإذا توقع أحـد المستثمرين انخفاض سـعر السـهم مـستقبلاً ، فإنه يقـوم بشـراء عـقد خـيار بيع، حيـث يمنحه هذا العـقد الحق فى ان يطلب تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه بالسـعر المتفق عليه ، وذلك مقابل دفع علاوة حق الخيار .

مثـال :

قام بنك يمتلك عدداً من أسـهم إحدى الشـركات بشـراء عـقد خـيار بيع للسـهم بمبلغ ٣٠ دولار أمـريكى للسـهم الواحد ، اسـتـحـقـاق شـهـر أيلول ٢٠٠٠٠ ، مـقـابل دولار واحد ، كعـلاوة حق الخيار ، فـإذا انخفض سـعر السـهم إلى ٢٦ دولار ، فهل يطلب البنك تنفيذ العقد أم لا ؟

الحـــل :

لا شك أن البنك سـوف يطلب تنفيذ العقد ، لأنه لو باع تلك الأسـهم فى السـوق ، فـإن خسـارته سـوف تكون (٣) دولارات للسـهـم الواحـد (٣٠ - (٢٦-١)) ، وهـذه تشـكل أيضـًا خـسـارة الطرف الآخـر وبـالـتـالى

ففى حالة انخفاض سعر السهم ، فإن مشترى حق الخيار يقى نفسه من الخسارة الكبيرة ، لأن خسارته، مهما انخفض سعر السهم ، لن تتعدى دولار واحد وهو حق شراء الخيار .

لكن ماذا لو ارتفع السعر إلى ٣٦ دولار مثلاً / هنا فإن البنك لن يطلب تنفيذ العقد وذلك لأن بإمكانه أن يقوم ببيع الأسهم فى السوق بسعر أعلى من المتفق عليه وهو السعر الجارى ، فإذا لم يقم المشترى بطلب التنفيذ فإن خسارة فقط دولار واحد وهى علاوة حق الخيار .

شرح مصطلحات تتبع حركة الأوراق المالية فى البورصة المصرية(١) :

يتم نشر وإذاعة حركة الأوراق المالية فى البورصة المصرية يوميًا بوسائل الإعلام السمعية والمرئية والصحافة .

ولكى يمكن فهمها وبالتالى سهولة متابعتها بل ومتعة متابعتها نرد الإيضاح التالى :

١- *مصطلح قيمة الكوبون :*

يقصد به الربح المقرر توزيعه عن كل سهم ويكون ذلك بالنسبة لآخر توزيع - ومصطلح « كوبون » يقصد به ذلك الجزء الصغير الذى يفصل عن السهم وبمقتضاه ، يتم صرف الربح - ويلتصق بالسهم عدد من الكوبونات بقدر كعدد سنوات عمر الشركة ... فالشركة التى عمرها ٢٥ سنة يكون ملتصق - ورق مشرشر - بالسهم ٢٥ كوبون . وبفرض إنتهاء مدة الشركة مع إستمرارها فإنها تصدر ملحق للسهم مرفق بها عدد آخر من الكوبونات .

٢- *مصطلح عائد الكوبون :*

يمثل معدل عائد الإستثمار ونحصل عليه كما يلى :

$$\frac{\text{قيمة الكوبون} \times ١٠٠}{\text{سعر الإقفال}}$$

مثال ١ : قيمة كوبون النساجون الشرقيون مثلاً ٥ج وسعر الإقفال يوم ٩٩/٨/٢٣ . ٦٥ج فيكون عائد الكوبون = $\frac{٥}{٦٥}$ × ١٠٠ = ٧,٦٩٢٣٪ = ٧,٦٩٪ .

مثال ٢ : قيمة كوبون العامرية للصناعات الدوائية ٣٠ج وسعر الإقفال يوم ٩٩/٨/٢٣ ٥٩٥ج .

---

(١) محمود أمين زويل - مرجع سبق ذكره - ص ٨٧ وما بعدها .

فيكون عائد الكوبون = $\frac{٣٠}{٥٩٥} \times ١٠٠ = ٥,٠٤٪$.

مثال ٣ :

قيمة كوبون مدينة نصر للإسكان والتعمير ١٠ج وسعر الإقفال يوم ٩٩/٨/٢٣ ٣٦,٦٨ج .

فيكون عائد الكوبون = $\frac{١٠}{٣٦,٦٨} \times ١٠٠ = ٢٧,٢٦٢٨١٣٪ = ٢٧,٢٦٪$.

يتضح إذن أن الخانة الأولى فى نشرة حركة الأوراق المالية وهى «قيمة الكوبون» تمثل مقدار الربح بينما الخانة الثانية «عائد الكوبون» فتمثل معدل عائد الإستثمار وهى نسبة مئوية ، وهذه الخانة تهم المستثمر الذى يهدف الحصول على عائد السهم السنوى .

٣- مؤشرات التعامل :

يوجد عدة مؤشرات حول حجم التعامل وحركة الأسعار ارتفاعاً أو هبوطاً ، ونسبة تعامل الأفراد فى البورصة مقارناً بنسبة تعامل المؤسسات وأسعار أسهم الاكتتاب العام مقارناً بأسهم شركات الاكتتاب المغلق ، ثم المؤشر العام للسوق وسنتناول كل منها بالشرح .

أ- مؤشر حجم التعامل وحركة الأسعار ارتفاعاً وهبوطاً :

وهذا المؤشر يعرض بنشرة حركة الأوراق المالية على ثلاث فئات :

١- عدد الأوراق المالية التى ارتفعت أسعارها (كذا ورقة) ، وعدد أنواع السندات بينها ، والنسبة المئوية للتعامل .

مثال ٤ : ترد هذه الفئة بالنشرة كما يلى :

« عدد الأوراق المالية التى ارتفعت أسعارها ١٠٢ ورقة من بينها نوع واحد من السندات ، بنسبة مئوية للتعامل ١٣,١٪ » .

٢- عدد الأوراق المالية التى انخفضت أسعارها (كذا ورقة) ، وعدد أنواع السندات بينها ، والنسبة المئوية للتعامل .

مثال ٥ : ترد هذه الفئة بالنشرة كما يلى :

« عدد الأوراق المالية التى انخفضت أسعارها ٥١ ورقة ، جميعها أسهم بنسبة مئوية للتعامل ٨٢٪ » .

٣- عدد الأوراق المالية التى ثبتت أسعارها (كذا ورقة) ، من بينها (كذا ورقة) سندات والنسبة المئوية للتعامل .

مثال ٦ : ترد هذه الفئة بالنشرة كما يلى :

« عدد الأوراق المالية التى ثبتت أسعارها ١٩ ورقة من بينها نوع واحد من السندات بنسبة مئوية للتعامل ٤,٩٪ » .

ويجب أن يكون حاصل جمع النسبة المئوية الثلاثة ١٠٠٪ :

(١٣,١٪ + ٨٢٪ + ٤,٩٪ = ١٠٠٪)

ب- مؤشر نسبة تعامل الأفراد مقارناً بنسبة تعامل المؤسسات :

ويقصد بالمؤسسات صناديق الإدخار والمعاشات وشركات التأمين وصناديق إستثمار البنوك والصناديق الخاصة الأخرى .

مثال ٧ : يأتى هذا المؤشر بالنشرة كما يلى :

« بلغت النسبة المئوية لتعامل الأفراد ٦٣,١٪ على حين بلغت النسبة المئوية لتعامل المؤسسات وصناديق الإستثمار ٣٦,٩٪ من إجمالى التعامل .

ومن الواضح أن يكون مجموع النسبتين مساوياً ١٠٠٪ :

(٦٣,١٪ + ٣٦,٩٪ = ١٠٠,٠٠٪) .

جـ- مؤشر أسعار أسهم شركات الاكتتاب العام مقارناً بأسهم شركات الاكتتاب المغلق :

شركات الاكتتاب العام هى الشركات التى طرحت أسهمها عند التأسيس فى اكتتاب عام لجماهير المستثمرين ومن أمثلتها جميع

الشركات التى أسسها الإقتصادى الكبير طلعت حرب - شركات بنك مصر - وغيرها من الشركات فى مختلف القطاعات مثل شركات قطاع البنوك وشركات قطاع الصناعات التحويلية مثل شركات الغزل والنسيج والملابس الجاهزة : والصناعات الغذائية والأدوية والمطاحن وقطاع الخدمات مثل شركات الفنادق والإتصالات وقطاع التشييد مثل شركات المقاولات وغيرها .

أما شركات الإكتتاب المغلق فهى الشركات التى لم تطرح أسهمها فى اكتتاب عام لجماهير المستثمرين ، بل اقتصر الاكتتاب على عدد محدد من المؤسسين غالباً ما يكونوا أفراد أسرة واحدة ، وهو نوع من الشركات يميز منطقة الشرق العربى .

مثال ٨ : ويأتى هذا المؤشر بالنشرة كما يلى :

« حقق مؤشر أسعار أسهم شركات الاكتتاب العام انخفاضاً مقداره ٥,٧٢ بنط على حين حقق مؤشر أسعار أسهم شركات الإكتتاب المغلق انخفاضاً مقدار ١,٤ بنط » .

د- المؤشر العام للسوق :

يحسب على أساس قسمة :

$$\frac{\text{مجموع القيمة السوقية لكافة الأوراق المالية المقيدة}}{\text{مجموع القيمة الإسمية لهذه الأوراق}}$$

وهو مؤشر عام لجميع الأوراق بالبورصة من أسهم وسندات وبالنسبة لجميع المتعاملين أفراد مصريين ، وأجانب ، ومؤسسات ، وشاملاً التعامل فى أسهم وسندات جميع الشركات المغلقة ، وشركات الاكتتاب العام . ويوضح المؤشر رقمين رقم « أمس » ورقم « اليوم السابق » ويقصد بالأخير أول أمس .

كما يشمل المؤشر العام إجمالى حجم التعامل وعدد الأوراق التى تم التعامل عليها :

مثال ٩ : يرد بالنشرة كما يلى :

« بلغ حجم التعامل ٦٠ مليون جنيه وقد جرى التعامل على ١٠٢ ورقة مالية من بينها نوعان من السندات بمبلغ ١٨٦٢٣٠ جنيه » .

كما يرد المؤشر العام كما يلى :

اسم القطاع	أمس	اليوم السابق	مقدار التغير
المؤشر العام للسوق	٤٩٢,٧٧	٤٩٥,٤١	٢,٦٤
مؤشر شركات الاكتتاب العام	٧٥٥,٠٧	٧٦٠,٧٩	٥,٧٢
مؤشر شركات الاكتتاب المغلق	٣٤٤,٣١	٣٤٥,٧٧	١,٤٠

جميع الأمثلة واقعية من نشرة يوم ٨/٢٣ ، ١٩٩٩/٨/٢٥ بالصحف .

٤- *مصطلح « مقدار التغير » :*

وهى الحلقة الأخيرة فى نشرة حركة الأوراق المالية فى البورصة المصرية وتأتى بعد خانة « سعر الإقفال » .

ويقصد به الفرق بين سعر الإقفال اليوم وسعر الإقفال السابق . أى أن :

مقدار التغير = سعر الإقفال اليوم - سعر الإقفال السابق .

مثال ١٠ :

سعر إقفال شركة الدلتا للإنشاء والتعمير ٢٠,٥٠ فى حركة الأوراق المالية فى البورصة المصرية ليوم الثلاثاء الموافق ١٩٩٩/٨/٢٥ . وكان هذا السعر يوم الأربعاء الموافق ١٩٩٩/٨/٢٦ « -٢٠,٣٣ » .

فيكون مقدار التغير بنشرة ١٩٩٩/٨/٢٦ « -١٧ » .

وذلك كما يلى :

مقدار التغير = سعر الإقفال بنشرة ٩٩/٨/٢٦ - سعر الإقفال بنشرة ٩٩/٨/٢٥ .

= ٢٠,٣٣ – ٢٠,٥٠ = –١٧ ، .

مثال ١١ :

سعر إقفال الشركة العربية الدولية للمقاولات والتعمير يوم الثلاثاء الموافق ٩٩/٨/٢٥ ١٨,٧٥ج وسعر إقفال يوم الأربعاء الموافق ٩٩/٨/٢٦ لنفس أسهم الشركة ١٩,١٠ .

فيكون مقدار التغير = ١٩,١٠ – ١٨,٧٥ = ٣٥ .

٥- مضاعف السعر :

مضاعف سعر السهم هو عدد مرات تمثيل سعر السهم لربحيته أو عدد السنوات اللازمة لإسترداد قيمة الإستثمار فى السهم وينتج من قسمة سعر السهم على ربحيته – ويقصد بالربحية كافة الأرباح الموزعة منها والمستبقاة ، وكلما كان الناتج أقل كان ذلك مؤشراً على جاذبية السهم لأن عدد السنوات اللازمة لإسترداد قيمة الإستثمار فى السهم يكون فى الأجل القريب .

وهذا المؤشر هام للمستثمر الأجنبى فإنه يوازن بين البورصات ويفضل تلك التى يكون مضاعف السعر بها أقل وهذا هو الحال عندما أقبل المستثمرون الأجانب ٩٦/٩٥ للإستثمار فى البورصة المصرية (كان مضاعف السعر ٨ مرات) وعندما وصل مضاعف السعر ١٥ مرة بدأوا البيع دون ضجة وحققوا مكاسب هائلة .

الفصل السادس
المضـــاربـــة

*** مفهوم المضاربة :**

التعريف اللغوى :

المضاربة على وزن مفاعلة . مشتقة من الفعل (ضرب) .

ومن معانيها :

الضرب بمعنى الكسب ، يقال : فلان يضرب المجد أى يكسبه وهى أيضاً مشتقة من الضرب فى الأرض ، يقال : ضرب فى الأرض يضرب، ضرباً : بمعنى سار فى ابتغاء الرزق ، ابتغاء الخير (١) .

وفى السوق : تعنى اشترى فى الرُّخص وتربص حتى يرتفع السعر ليبيع ، وقد يهبط فتحدث الخسارة .

وفى الإقتصاد : هى عملية بيع أو شراء يقوم بها أشخاص خبرون بالسوق للإنتفاع من فروق الأسعار .

وهى على هذه المعانى تعنى : أنها عقد شركة فى الربح بمال من رجل ، وعمل من آخر (٢) .

*** عقد المضاربة والعقود الأخرى :**

تأخذ المضاربة حكم كثير من العقود ، وبيانها على الوجه التالى :

(١) المضاربة والإجارة :

تأخذ المضاربة حكم الإجارة ، فيكون المضارب كالأجير وذلك عند

---

(١) لسان العرب لابن منظور جـ ٢ ص ٣٢ دار صادر - بيروت ، المعجم الوجيز ص ٣٧٨ حرف الميم ط مجمع اللغة العربية / مصر .

(٢) د. عبد المطلب عبد الرازق حمدان - المضاربة - دار الفكر الجامعى - الاسكندرية - ٢٠٠٥ ، ص ٨ .

فساد المضاربة ، فإذا فسدت ، كان الربح لرب المال وللمضارب أجر مثله .

(٢) المضاربة والشركة :

تأخذ المضاربة حكم الشركة عند حصول الربح ، فيكون للمضارب حصته من الربح حسب ما اشترطاه ، لأن الربح حصل بسبب العمل والمال جميعاً .

(٣) المضاربة والوكالة :

وهى أيضاً تأخذ حكم الوكالة ، لأن المضارب يعتبر وكيلاً عن رب المال فى مباشرة التصرفات ، لأنه تصرف فى مال غيره بإذنه .

(٤) المضاربة والوديعة :

تأخذ المضاربة حكم الوديعة فى حال قبض المضارب المال بعد العقد، وقبل الشروع فى العمل، فرأس المال يكون أمانة فى يد المضارب، يجب عليه أن يحافظ عليه كما يحافظ على أموال نفسه ، ولا يضمن إلا إذا كان التفريط من جهته . فيشبه الوديعة أنه مؤتمن (١) .

أقسام المضاربة :

تنقسم المضاربة إلى قسمين رئيسيين هما (٢) :

(١) المضاربة المطلقة :

هى أن يدفع المال مضاربة من غير تعيين العمل والمكان والزمان ، وصفة العمل ، ومن يعامله .

ولهذا القسم ثلاث حالات :

---

(١) بدائع الصنائع جـ ٦ ص ٨٧ ، الشرح الصغير جـ ٣ ص ٦٩٢ . مغنى المحتاج جـ ٢ ص ٣١٩ . كشف القناع جـ ٣ ص ٥٠٨.

(٢) د. عبد المطلب عبد الرازق حمدان – مرجع سبق ذكره – ص ١٩ وما بعدها .

الحالة الأولى :

أن يدفع رب المال إلى العامل مالاً للمضاربة ، ويقول له : خذ هذا المال واعمل به - مضاربة - على أن ما رزق الله من ربح فهو مشترك بيننا على وجه كذا، وفى تلك الحال للمضارب أن يتصرف بمال المضاربة بما يتناوله عرف التجار فى التجارة من البيع والشراء ونحوها.

الحالة الثانية :

أن يدفع المالك المال إلى المضارب ، ويقول له : اعمل فيه برأيك ، فإنه فى هذه الحالة قد خوله العمل بمقتضى رأيه ، فله أن يعمل ما يدخل تحت التجارة ، من الأعمال ، مما ليس له أن يباشره بمقتضى إطلاق التصرف ، فله أن يشارك غيره ، ويضارب بمال المضاربة ، وله خلطه بماله ، لأن ذلك هو مقتضى تفويض التصرف إليه .

الحالة الثالثة :

أن يدفع إليه المال ، ولم يأذن له إذناً صريحًا بمباشرة بعض التصرفات : كالهبة والصدقة والعتق ، ونحو ذلك وفى تلك الحال لا يجوز له أن يباشرها ، لأن هذه الأعمال ليست من التجارة ، والمضاربة تنعقد على التجارة ، لكن إذا نص صريحًا للمضارب بمباشرة هذه التصرفات فإنه يجوز له مباشرتها .

(٢) المضاربة المقيدة :

وهى التى يدفع المالك المال فيها إلى العامل - مضاربة - ويعين له العمل ، أو المكان ، أو الزمان ، أو من يتعامل معه المضارب وبيان ذلك على الوجه التالى :

(أ) التقييد بنوع معين من البضاعة :

فإذا قيد المالك العامل فى المضاربة بنوع معين من البضاعة فإن البعض يرى وجوب الالتزام بهذا الشرط .

(ب) التقييد بنوع معين من البيع :

فإذا اشترط المالك على المضارب نوعاً معيناً من البيع كأن لا يبيع إلا بالنقد فإن ذلك صحيح ، لأنه تقييد مفيد فيجب التزامه .

(جـ) التقييد بالمكان :

فإذا دفع رجل مالاً - مضاربة - إلى أخر على أن يعمل به فى مدينة معينة ، فإن هناك عدم إتفاق فى الرأى .

(د) التقييد بمعاملة شخص بعينه :

فإذا قيد المضارب بالتعامل مع شخص بعينه ، فإنه يجوز ذلك .

مثاله : لو قال له : أعطيتك هذا المال مضاربة على أن تشترى من فلان وتبيع منه - جاز عندنا ، وليس له أن يشترى أو يبيع من غيره ، لأنه شرط مقيد ، لاختلاف الناس فى الثقة والأمانة ، لأن الشراء من بعض الناس ربما كان أربح ، لكونه أسهل فى البيع ، وقد يكون أوثق على المال ، فكان التقييد مفيداً ، مثل التقييد بنوع دون نوع .

التقييد الطارئ على المضاربة :

ذهب البعض إلى القول : بأنه إذا كانت المضاربة مطلقة ثم قام رب المال بتخصيصها بعد العقد ، فإن كان راس المال بحاله نقداً - أى قبل أن يشترى به - أو اشترى به المضارب متاعاً ثم قام ببيعه وقبض ثمنه من النقود فإن تخصيصه هنا جائز ، كما لو خصص المضاربة فى الابتداء ، لأن رب المال يملك التخصيص إذا كان فيه فائدة .

أما إذا كان مال المضاربة عروضاً فلا يصح تقييد رب المال للمضارب حتى يصير راس المال نقداً ، فيعمل التقييد عند ذلك حتى لا يجوز أن يشترى إلا ما قال به .

أركان المضاربة :

لكل عقد من العقود أركان يقوم عليها يتحقق بوجودها ، وينعدم

بانعدامها (*) ، ولكل ركن من هذه الأركان شروط يجب تحققها كي يكون العقد صحيحاً نافذاً (**) .

ركن المضاربة :

يرى الحنفية أن ركن المضاربة ينحصر فى الايجاب والقبول بالألفاظ التى تدل عليهما .

أولاً : الإيجاب :

هو ما صدر أولاً بألفاظ تدل عليه مثل لفظ المضارب ، المقارضة ، أو المعاملة ، وما يؤدى من معانى هذه الألفاظ ، بأن يقول رب المال : خذ هذا المال مضاربة على أن ما رزق اللّه تعالى ، أو أطعم اللّه تعالى منه من ربح فهو بيننا على كذا من نصف ، أو ربع ، أو ثلث ، أو غير ذلك من الأجزاء المعلومة .

وكذا إذا قال : مقارضة أو معاملة ، أو قال : خذ هذا المال واعمل به على أن ما رزق اللّه منه من ربح ، فهو بيننا على كذا ، فهو جائز ، لأنه قد أتى بلفظ يؤدى معنى هذا العقد ، والمعروف فى العقود ، أن العبرة فيها للمعانى دون الألفاظ .

وأما القبول :

فهو ما صدر ثانياً من العاقد الآخر ، بأن يقول المضارب : أخذت ، أو قبلت ، أو رضيت ، أو نحو ذلك ، فإذا تمت الموافقة بين الإيجاب والقبول تم العقد .

(*) الركن : أركان الشىء هى أجزاؤه فى الوجود ، التى لا يحصل إلا بحصولها داخله فى حقيقته ، محققة لهويته . روضة الناظر جـ ١ ص ٣٠٣ - وهو أحد الجوانب التى يستند إليها الشىء ويقوم بها ، مثل ركن الصلاة وركن الوضوء . المعجم الوجيز ص ٢٧٦ .

(**) الشرط : هو وصف ظاهر منضبط يتوقف وجود الحكم على وجوده ، ويلزم من عدمه عدم الحكم . أو هو ما يلزم من انتفائه انتفاء الحكم . مثل الطهارة للصلاة ، والإحصان للرجم . روضة الناظر جـ ١ ص ١٦٣ .

*** شروط المضاربة :**

هناك خمسة شروط أساسية للمضاربة نوردها فيما يلى :

١- ما يشترط فى صيغة المضاربة :

(١) أن تكون الصيغة بلفظ يدل على المضاربة ، كلفظ ضاربتك أو قارضتك ، أو عاملتك ، أو ما يؤدى معانى هذه الألفاظ .

(٢) أن يتصل القبول بالإيجاب .

(٣) أن يكون القبول من العامل بلفظ يدل على الرضا .

٢- ما يشترط فى العمل :

ان العمل ركن من أركان المضاربة ، ولا بد منه لكى يتحقق الربح ، واشترط الفقهاء فيه شروطاً بيانها كالتالى :

١- أن يكون العمل تجارة .

٢- أن لا يضيق رب المال على العامل فى عمله .

٣- أن لا يخالف العامل مقتضى العقد .

٣- ما يشترط فى الربح :

اشترط العلماء لصحة عقد المضاربة شروطاً ترجع فى نفسها إلى الربح الناتج من وراء المضاربة بيانها كالتالى :

(١) أن يكون الربح معلوماً :

أى أن يكون نصيب كل من العاقدين معلوماً من الربح .

(٢) أن يكون المشروط لكل منهما من الربح جزءاً شائعاً:

اشترط العلماء أن يكون الربح جزءاً شائعاً: نصفاً أو ثلثاً ، أو ربعاً، فإن شرطا عدداً مقدراً ، بأن شرطا أن يكون لأحدهما مائة من الربح أو أقل أو أكثر ، والباقى للآخر لا يجوز ، والمضاربة فاسدة ، لأن المضاربة نوع من الشركة وهى الشركة فى الربح ، وهذا شرط يوجب قطع الشركة فى الربح لجواز أن لا يربح المضارب إلا هذا القدر المذكور ،

فيكون ذلك لأحدهما دون الآخر ، فلا تتحقق الشركة ، ولا يكون التصرف مضاربة .

٤- ما يشترط فى رأس المال :

أن يكون رأس المال معلوماً .

اشترط العلماء فى رأس المال أن يكون معلومًا قدراً وصفة وجنساً، علماً ترتفع به الجهالة . وذلك لأنه إذا كان مجهولاً ، لا تصح المضاربة ، لأن جهالة رأس المال ، تؤدى إلى جهالة الربح ، وكون الربح معلومًا شرط صحة المضاربة .

- أن يكون رأس المال عيناً لا ديناً :

اشترط العلماء لصحة المضاربة أن يكون رأس المال معيناً وليس ديناً فى الذمة ، فإن كان ديناً فالمضاربة فاسدة .

٥- ما يشترط فى العاقدين :

يشترط فى العاقدين (رب المال والمضارب) أهلية التوكيل والوكالة.

*** واجبات المضارب (١) :**

أ- ما يجوز للمضارب أن يعمله من غير نص عليه :

إذا قال رب المال للمضارب خذ هذا المال مضاربة على كذا ولم يعين له المكان أو العمل أو الزمان، فله البيع والشراء والاستئجار، وله التوكيل، والرهن والإبضاع والإحالة ، والإيداع ، والسفر بالمال ، لأن كل هذه الأمور من عادة التجار ، ومن ضرورات التجارة .

ب- ما ليس للمضارب أن يعمله إلا بالنص عليه :

وهو ما لا يقع من التجار عادة، ولا من ضروريات التجارة لأن القول به فيه مخاطرة برأس المال وبالربح غالباً إلا إذا أذن رب المال . ومن هذه الأمور :

---

(١) د. عبد المطلب عبد الرازق حمدان – مرجع سبق ذكره ، ص ٥٠ وما بعدها .

١- الاستدانة على مال المضاربة :

هى : أن يشترى المضارب شيئاً بثمن دين ليس فى يده من جنسه، فلو استدان المضارب كان ديناً عليه فى ماله ولم يجز على رب المال ، لأن الاستدانة اثبات زيادة فى رأس المال من غير رضا رب المال ، وفيه إثبات زيادة ضمان على رب المال من غير رضاه ، لأن ثمن المشترى برأس المال فى باب المضاربة مضمون على رب المال ، بدليل أن المضارب لو اشترى برأس المال ثم هلك المشترى قبل التسليم ، فإن المضارب يرجع إلى رب المال بمثله ، فلو جوزنا الاستدانة على المضاربة، لألزمناه زيادة ضمان لم يرض به ، وهذا لا يجوز .

٢- الإقراض من مال المضاربة :

لا يجوز للمضارب فى المضاربة أن يقرض من مال المضاربة فليس له الإقراض ، لأن الإطلاق فى التصرف من مال المضاربة فيما هو من أمور التجارة لا غير ، والقرض ليس من ضروريات التجارة لأنه يذهب بالمال ، وليس للمضارب أن يقرض ، لأنه نائب عن رب المال ، والنائب لا يجوز له التصرف إلا بما فيه الحظ والاحتياط .

٣- شراء العامل السلعة بالنسيئة عند المالكية :

ولا يجوز للمضارب أن يشترى سلعًا بالنسيئة (الدين المؤخر) وإن أذن له رب المال بالشراء .

وإنما منع ذلك : لأنه من باب أكل ربح ما لم يضمن ، فإن فعل العامل ذلك : ضمن ما اشتراه ، وكان الربح له وحده ، ولا شىء منه لرب المال .

٤- من الأمور التي لا تجوز للعامل :

١- أن لا يشترى سلعاً للمضاربة بأكثر من المال الذى فى يده ، لأن الزيادة تكون ديناً ، وليس فى يده من مال المضاربة ما يؤديه .

ولأن رب المال لم يرض بأن يشغل العامل ذمته إلا بذلك ، فإن فعل لم يقع الزائد لجهة المضاربة .

٢- ليس للعامل أن يدفع المال إلى غيره مضاربة ، لأنها مثل المضاربة الأولى ، والشيء لا يستتبع مثله ، فلا يستفاد بمطلق عقد المضاربة مثله ، كما لا يملك الوكيل التوكيل بمطلق العقد .

٣- ليس للمضارب أن يشارك غيره إلا بإذن رب المال .

٤- ليس للعامل أن يخلط مال المضاربة بماله ، أو مال غيره .

جـ- ما يجوز للمضارب من عمل إذا قيل له : اعمل برأيك وإن لم ينص عليه :

يجوز للعامل أن يتصرف فى مال المضاربة إذا قال له رب المال إعمل فيه برأيك ، فى كل ما منع منه فى القسم السابق ، فيجوز له ما يلى :

أن يدفع المال إلى غيره مضاربة ، وأن يشارك غيره فى مال المضاربة شركة عنان ، وهى توكيل فى التصرف ، وأن يخلط مال المضاربة بمال نفسه . وليس له أن يعمل شيئًا من ذلك إذا لم يقل له: اعمل فيه برأيك.

ما لا يجوز له فى هذا القسم :

(أ) أن يبيع بأقل من ثمن المثل ، لأن البيع على هذه الحالة يلحق الضرر برب المال .

(ب) أن يشترى بأكثر من ثمن المثل مما لا يتغابن الناس فى مثله ، وفى هذا ضرر بهما ، لاحتمال عدم تحقق الربح .

وفى كلا الأمرين لو اشترى أو باع ، البيع صحيح ، ويضمن العامل النقص ، لأن الضرر ينجبر بضمان النقص .

وله أيضاً : الشراء بغير نقد البلد ، إذا رأى المصلحة فى ذلك ، وأن الربح يحصل به . هذا إذا قيل له : اعمل برأيك ، وفيه تصريح من رب المال بإطلاق التصرف .

د- ما ليس للمضارب عمله أصلاً :

وأما الأشياء التى لا يجوز للمضارب عملها أصلاً ، فهو شراء ما لا

يملك بالقبض ، وما لا يجوز بيعه فيه إذا قبضه ، وبيان ذلك على الوجه التالى :

١- شراء ما لا يملك بالقبض :

المنصوص عن العلماء : أنه ليس للعامل فى المضاربة شراء الميتة، والدم ، والخمر ، والخنزير .

المضاربة تتضمن الإذن بالتصرف الذى يحصل به الربح والربح لا يحصل إلا بالشراء والبيع ، فما لا يملك بالشراء لا يحصل فيه الربح، وما يملك بالشراء ، لكن لا يقدر على بيعه لا يحصل فيه الربح أيضًا ، فلا يدخل تحت الإذن ، فإن اشترى شيئًا من ذلك ، كان مشتريًا لنفسه لا للمضاربة ، فإن دفع فيه شيئًا من مال المضاربة يضمن .

٢- ما لا يجوز بيعه فى المضاربة إذا قبضه المضارب :

وهذا الأمر يتحقق فى شراء المضارب (ذا رحم محرم) من رب المال. أى شراء عبد من ذوات أرحام صاحب المال . حكم هذا الشراء : لا يقع هذا الشراء لرب المال ، بل يقع على المضارب .

العلة :

وذلك لأنه لو وقع الشراء على رأس مال المضاربة ، لعتق هذا العبد على رب المال ، فلا يقدر على بيعه بعد ذلك ، ولا يحصل المقصود من العقد، وهو الربح .

* أطراف المضاربة :

أولاً : أرباب الأموال :

ومهمة المصرف نحوهم تتحدد فى مراعاة مصالح المودعين والذين يمثلون مصادر الأموال للمصرف « المضارب » فى :

١- حفظ المال وتأمين الحصول عليه وقت الحاجة .

٢- تحقيق عائد مناسب مع توفير قدر من الأمان والاطمئنان على أموالهم .

ويقوم مبدأ المضاربة بدور كبير فى تحقيق تلك الأهداف ، وبالتالى يسهم فى إجتذاب الأموال من مصادرها إلى بيوت المال ، والمؤسسات الإستثمارية .

ثانياً : المستثمرون :

والمستثمر هو الطرف الآخر فى هذا العقد، وهو يعتبر عميلاً لبيت التمويل ، أو مشاركاً فى العمليات الإستثمارية ، ويهدف المستثمر إلى تحقيق اكبر ربح ممكن ، بأقل تكلفة ممكنة ، أى الحصول على التمويل اللازم بأقل تكلفة ممكنة .

* أنواع المضاربة فى البورصات :

تتنوع المضاربة فى اصطلاح المتعاملين فى أسواق البورصة إلى نوعين :

(١) المضاربة على الصعود :

أى شراء السلعة على أمل أن يصعد السعر يوم التصفية التى تتم فى العادة مرتين كل شهر ، فيصفى مركزه ، أى يبيع نقداً ما اشتراه نسيئة فيأخذ الثمن الذى يدفع منه ، الثمن الذى اشترى به ، ويكسب هذا الفرق بين الثمنين ، ثمن البيع وثمن الشراء ، وإذا لم يصدق ظنه فانخفض السعر ، فإنه يخسر مقدار ذلك الانخفاض .

(٢) المضاربة على الهبوط :

أى يبيع السلعة ، وقد لا تكون فى حوزة البائع - بسعر معين على أمل ان ينخفض يوم التصفية فيربح هذا الفارق بين الأثمان ، وقد يخيب ظنه فيخسر إذا ارتفع السعر يوم التصفية .

وتبيح القوانين الوضعية المنظمة للبورصة للمضارب أن ينقل مركزه إلى التصفية القادمة إذا رأى مصلحته فى ذلك وفى مقابل هذا يدفع لخصمه مبلغاً من المال يتفقان عليه .

وإذا رفض الطرف الآخر ، بحث الطرف الأول عن عميل آخر يقبل أخذ التعويض لتحل محله ، والمضارب فى البورصة هو بمثابة سمسار

لصاحب المال ، يقوم بتنفيذ أوامره ، نظير أجر معيّن .

* آثار المضاربة على سوق المال (١) :

(١) التوازن بين عوامل الانتاج : حيث تباشر المصارف نشاطها على أساس المشاركة وتفاعل رأس المال مع العمل ، وذلك وفقًا لنظم المضاربة ، أو المشاركة وتفاعل المشاركة المنتهية بالتمليك ، وهذا التعاون بين رأس المال والعمل ذو فوائد اجتماعية وإنسانية واستثمارية فمن فوائده الاقتصادية : تحريك المال ، وانسيابه بين المشروعات المختلفة ، وحث الناس على العمل .

(٢) الاهتمام بالعمل وعدم إغفال دوره فى العملية الانتاجية بديلاً عن اعتبار المال مصدراً وحيداً للكسب .

(٣) المساهمة فى التنمية الاجتماعية والاقتصادية ، ومن المعلوم أن المصارف ، والتى تقوم بتطبيق مبدأ المضاربة وإحلال المشاركة محل الإقراض الربوى ، وبالتالى يقع على هذه المصارف عبء كبير لتسخير هذا المبدأ لانتشال البلدان الاسلامية من التخلف والتبعية إلى التقدم والنمو .

(٤) أن فى تطبيق المصارف لمبدأ المضاربة التى تعتمدعلى توسيع قاعدة قطاع العملاء الذين نتعامل معهم ، لتشمل أصحاب المهن الحرة ، والحرفيين، وصغار التجار، وتقوم وفقاً لمبدأ المشاركة المنتهية بالتمليك، بتمويل الكثير من المشروعات الصغيرة، سواء فى العقارات أو المعدات.

(٥) ترشيد التكاليف : فمبدأ المضاربة يُعين على ضبط وترشيد التكاليف الانتاجية ، بينما يؤدى التعامل بالفوائد الربوية إلى تضخم التكاليف ، وارتفاع الأسعار ، فعندما يقوم المصرف الاسلامى بتمويل المشروعات الاستثمارية ، وفقاً لمبدأ المشاركة فسوف تهتم بالعمل على خفض التكاليف الانتاجية، حتى تتحقق أرباح مغرية لهذه

---

(١) د. عبد التواب سيد محمد- البديل الشرعى عن الربا فى الشريعة الإسلامية - دار الشروق - عمان ١٤٠٢هـ - ص ٩٠ .

الاستثمارات، وانخفاض التكاليف سوف يؤدى إلى انخفاض أسعار المنتجات ، وبالتالى ارتفاع القوة الشرائية للنقود ، ومكافحة التضخم .

(٦) أثر مبدأ المضاربة فى توزيع الدخول والثروات بين أفراد المجتمع ، فيعتبر الأخذ بمبدأ المضاربة عاملاً مساعداً فى عدالة توزيع الدخول والثروات بين أفراد المجتمع ، فاتباع مبدأ سعر الفائدة الثابتة ، والذى لا يجعل الممول يتحمل أى عبء أو خسارة ، سوف يؤدى إلى تحول تيار الثروات إلى جانب واحد من جوانب المجتمع ، وهم أصحاب البنوك الربوية ، بخلاف اتباع أسلوب المشاركة فى الربح والخسارة .

(٧) فتح آفاق واسعة للفكر الاقتصادى فى العالم أجمع وفق المنهج الإلهى ، والتخلص من الاحتلال ، الذى مارس من الاستغلال والسيطرة بالابتزاز والتخطيط الاقتصادى ، لجذب الأموال والثروات .

(٨) الحفاظ على فريضة الزكاة وصرفها فى مصارفها الشرعية ، حيث يقوم المصرف الاسلامى ، بإخراج الزكاة وتوزيعها ، مرة بنفسه ، ومرة بتكليف المستثمر بإخراجها بنفسه ، ويوافيه المصرف بما بلغته من زيادة أو نقصان .

(٩) الالتزام بمزاولة الأنشطة الحلال ، وترسيخها فى المجتمع الاسلامى ، وطرد الخبائث حتى تعلو كلمة الله ، وتعود الأمة إلى التطبيق الكامل للشريعة الاسلامية .

(١٠) إن عائد المشاركة أوفر – بلا شك – من عائد الفائدة الثابتة ، الأمر الذى يعود على المصرف بالنفع فى تغطية مصاريفه الإدارية ، والربح الطيب على المودعين .

(١١) إنشاء شركات استثمارية ضخمة يكون رأس مالها من طرف، وإدارته واستثماره من الطرف الآخر ، ولكل منها حصة شائعة من الربح ، حسبما يتفقان عليه .

*** وظائف المضاربة :**

للمضاربة وظائف هامة منها :

أ- معادلة العرض بالطلب .

ب- العمل على موازنة الأسعار وعدم تقلبها .

جـ- تشجع على توظيف الأموال لتحقيق أرباح ناجمة عن المضاربة .

*** المضاربون فى البورصة :**

هناك أربعة أنواع من المضاربين هم :

أ- المضاربون الصعوديون : وهم الذين يشترون بغرض البيع فيما بعد آملين إرتفاع الأسعار . ويمثل هذه الفئة بوضوح المستثمرون الأجانب فى البورصة المصرية .

ب- المضاربون بالنزول : وهم لا يقلوا أهمية عن المضاربين بالصعود لأنهم يكبحوا بتدخلهم جماع التيارات الصعودية الشديدة التى ترفع الأسعار ارتفاعًا لا تبرره ظروف العرض والطلب وهم الذين يبيعون ما لديهم من أوراق للإستفادة من السعر المرتفع الحالى أو خوفاً من إنخفاض الأسعار فى المستقبل .

جـ- مضاربون محترفون : وهم الذين إتخذوا المضاربة حرفة لهم وتقوم هذه الفئة بالمضاربة بناءً على التحليلات اللازمة سواء الفنية أو الخاصة بالسوق أو الإقتصاد ومن ثم التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار.

د- المضاربون الهواة أو الدخلاء : وهم الذين تستهويهم أرباح المضاربة فيقومون بالمضاربة دون علم أو دراية أو خبرة ومنهم من يعتمد على الإشاعات، ومنهم المقامرون من خلال مفهوم ضربة الحظ ، ومنهم المغامرون الذين يقبلون على الأوراق المغمورة أملاً فى ارتفاع شأنها ، ومنهم القطيع الذى ينقاد بسهولة وراء الآخرين .

* عيوب المضاربة (١) :

أ- المضاربة بالنسبة للبعض نوع من المقامرة وهى فئة من المضاربين المقامرين التى تدخل السوق لتحقيق ضربة حظ أو الفئة التى تعتمد على الإشاعات وإيجاد بلبلة .

ب- المضاربة اداة لقهر الأسعار لترتفع أعلى من مستواها الطبيعى او تهبط إلى ما دونه . وهذا يحدث إذا كانت المؤسسة (شركة أو هيئة) لديها إمكانات مادية هائلة بحيث تستطيع أن تؤثر فى السوق وهذا أمر مستبعد إلى حد كبير ، وإن كان ممكناً فى حالة عدم وجود إشراف فنى على مستوى عال من الكفاءة ، وقد يحدث ايضاً إذا زاد وزن « القطيع » من المضاربين التى تنقاد بسهولة وراء الآخرين أن يحدث إرتفاع للأسعار أو إنخفاضها دون مبررات فأسعار معظم الأسهم - اغسطس ١٩٩٩ - منخفضة دون مبرر كما كانت قبل ذلك مرتفعة اكثر مما يجب وربما احد التفسيرات المتاحة هو وجود فئة « القطيع » ضمن المتعاملين فى البورصة .

---

(١) ا. محمود أمين زويل - مرجع سبق ذكره ، ص ٥٤ .

الفصل السابع
محفظة الأوراق المالية

المفهوم :

هى مجموعة الأصول المالية والاستثمارات المجمعة فى كيان استثمارى واحد مع مراعاة العلاقة بين مكوناتها بهدف إما تحقيق اعلى عائد ممكن فى ظل مستويات المخاطرة المحيطة بالأسواق أو تحقيق أقل درجة من المخاطرة فى ظل مستويات مختلفة من العوائد .

الأهداف :

١- تحقيق أقصى عائد مع ضمان السيولة للمستثمر ، ذلك أن هدف تحقيق أقصى عائد (أرباح) مع السيولة هما وجهان لعملة واحدة ، فهما هدفان متلازمان .

٢- تجنب أكبر قدر من المخاطر .

٣- ضمان سلامة الاستثمارات .

٤- رفع إمكانية استرداد قيمة الأصل المستثمر مع تقليل خسائر المخاطرة ما أمكن .

٥- حماية الأموال النقدية من هبوط قيمتها الشرائة نتيجة التضخم .

٦- تنمية المحفظة ، أى تضخيم قيمتها الرأسمالية .

٧- دخل إضافى عند التقاعد (استثمار طويل الأجل) .

٨- تحقيق عائد دورى .

٩- استثمار الأموال تأميناً للمستقبل وخلف وعى استثمارى .

١٠- التأمين ضد المخاطر ، وخاصة مخاطر انخفاض القوة الشرائية.

١١- تحقيق تنمية مستمرة فى الثروة .

وقد يكون الهدف مزيج من بعض أو كل هذه الأهداف .

مبادئ إدارة المحفظة :

لكى نحقق نجاحاً فى العمل أو الاستثمار فى البورصة يجب عليك تفهم العناصر الرئيسية التالية (١) .

١- النظرة إلى السماسرة كمنافسين لا شركاء لك . إن هدفهم هو تحقيق العمولة لمصلحتهم فى المقام الأول .

٢- الاهتمام بالتنبؤ والدراسة والتحليل والتأنى وتعلم لغة البورصة فهى بلا مفردات . إذن ليس فى التعامل مع البورصة مصادفة أو حظ أو ما يشابه .

٣- تفادى الهرولة خلف هوجاء الاندفاع ، أو ما يطلق عليه تجنب الاندفاع خلف القطعان . لعل تجربة جحا فى المأثورات عن قوله للناس اجروا سريعًا فإن هناك مأدبة فى نهاية الطريق ، ولما اندفع الناس ظن هو بعد حين أن هناك حقيقة مأدبة فأخذ بدوره يهرول خلفهم يسرع ويسبقهم . وكان الوهم والسراب !

٤- : إذا شعرت باقتراب قطيع الثيران المتفاءلة فأقبل على شراء الأسهم قبل أن يهاجموك فترتفع الأسعار واستثمر ١٠٠٪ من مدخراتك ثم بعها قبل أن يهاجمك قطيع الدببة . أما إذا أحسست باقتراب قطيع الدببة فلا تستثمر سوى نصف مدخراتك ٥٠٪ أو قم ببيع ٥٠٪ مما تملك من أسهم قبل أن يهاجموك . ثم إشتر مرة ثانية وذلك عندما يبلغ السعر مداه .

٥- أغلب المستثمرون يبدأون أولاً بالتخلص من الأسهم الضعيفة ، ثم ينتهى الأمر بالتخلص من الأسهم ذات الشريط الأزرق لعرضها مقابل أسعار متدنية ، فاغتنمها فرصة !

---

(١) خلاصات شعاع ، من كتاب الاستثمار فى البورصة .

٦- ان عاملي الحسم في قرار الاستثمار في البورصة هما :

أ- اختيار المنظمة .

ب- التوقيت الجيد في الشراء أو البيع .

٧- لا تتعامل مع الأسهم التي تتغير أسعارها خلال فترات الاندفاع (لا تشترى) .

٨- أيضاً لا تتعامل في الأسهم التي لا تنخفض أثناء الاندفاع (لا تبيع) .

٩- عندما يهاجمك القطيع ابدأ ببيع الأسهم التي لا ترتفع أثناء الهجوم .

١٠- عندما يتحول هجوم الثيران إلى هجوم دببة ابدأ بيع الأسهم التي حققت أكبر ارتفاع لدى الثيران . انه من المؤكد أن أسعارها ستنخفض بدرجة كبيرة جداً .

التحليلات الأساسية لتكوين المحفظة (١) :

١- *التحليل الخاص بسوق الأوراق المالية :*

يهدف التحليل البورصي أساساً إلى تقييم حاضرى ومستقبلي للأوراق المالية المقيدة بالبورصة بما يساعد على أفضل تركيب وتنويع لحافظ الأوراق المالية . وينقسم هذا النوع من التحليل إلى ما يلي :

أ- التحليل المالي :

يسمح هذا التحليل بتقييم الشركات المقيدة بالبورصة ، وبالتالي بتقييم أوراقها المالية ، ويتم ذلك بالبحث عن القيمة الجوهرية لتلك الشركات .

وتمر عملية التحليل المالي أولاً بتحليل القوائم المالية (الميزانية وقوائم الدخل) ثم تمتد إلى قوائم التمويل والاستثمارات وبهدف

---

(١) د. محمد سويلم - مرجع سبق ذكره ص ٣٧٧ وما بعدها .

معرفة القيمة الصافية للأصل (الأصل ناقص الديون) ويتم مقارنة هذه القيمة بسعر البورصة ، فإذا كان سعر البورصة أعلى فهذا يعنى أنه مغالبًا فيه ويجب عدم شرائه (بل بيعه إذا كان موجوداً أصلاً فى المحفظة) . والعكس صحيح . ومن المهم الإشارة هنا إلى أن دقة التحليل المالى تكمن فى نوعية نظم المعلومات المحاسبية ، كما أن سعر البورصة يبقى دائماً هو سعر السوق الناجم عن التدفقات أى أنه المترجم الحقيقى لقيمة الشركة المستقبلية ، وليس قيمها الحاضرة أو الماضية .

ب- طرق التحليل المشتقة :

وهى الطرق المشتقة من خبرات أسواق المال وتشتمل على نماذج نظرية وعملية :

١- الربحية البورصية : تكون ربحية الأصل المالى (السهم) فى العلاقة بين التوزيعات الكلية وسعر البورصة . ويلاحظ أن هذا النموذج لا يمثل العوائد الحقيقية نتيجة لعدم تضمينه الأرباح أو الخسائر فى رأس المال (عند بيع السهم) .

٢- ربحية السهم : وهى مقسوم النتائج الصافية للمشروع على عدد الأسهم .

ويلاحظ أن العديد من الشركات الجديدة تفضل التمويل الذاتى عن طريق سياسة احتجاز الأرباح وذلك لتمويل النمو ، وبالتالى فإن النموذج الأول يقترب من الصفر بينما يكون هذا الأخير مهماً . أما العلاقة التى تربط التوزيعات (ز) بربحية السهم (ر س) فتكون كما يلى : ز = × ر س ، حيث تمثل معدل توزيعات الأرباح طبقاً لسياسة التوزيعات التى تتبعها الشركة .

٣- مؤشر السعر للربح (PER) : يحدد هذا النموذج عدد مرات الأرباح السنوية التى يمكن أن يشتريها سعر السهم ، فإذا كان سعر السوق لإحدى الشركات هو ٨٠٠ جم وربحية السهم ٦٤ فإن السعر يشتر ١٢,٥ عاماً من الأرباح .ومنطق التقييم فى هذا النموذج

يقوم على انه طالما كان مؤشر السعر للربح عالياً ، كلما اعتبر السعر عاليًا والعكس صحيح ، وتكمن أهمية المثال التالى فى أنه يوضح أن هناك اختلافات كبيرة تحدث بين القطاعات والأسواق المختلفة وبالتالى يكون من المهم مقارنة المؤشر موضع البحث بمؤشرات متوسطة لنفس القطاعات وفقاً للجدول الآتى :

مثال : تقييم الشركة × بدراسة الشركات أ ، ب ، ج

مجموعة من المؤشرات فى قطاع واحد

بيانات	شركة أ	شركة ب	شركة ج
رقم الأعمال	٢٥٠٠ م ج	١٢٠٠ م ج	٤٠٠ م ج
نتائج صافية	١٢٥ م ٠ ج	٨٠ م ٠ ج	١٨٠ م ٠ ج
تدفق نقدى	٢٣٥ م ج	١٨٤ م ج	٣٠ م ج
عدد الأسهم	١٠٠٠٠ ٠٠٠	٣٠٠٠٠ ٠٠٠	٥٠٠٠ ٠٠٠
رقم الأعمال – سهم	٢٥٠٠ج	٤٠٠ ج	٨٠٠ ج
ربحية السهم	١٢٥ ج	٢٧ ج	٣٦ ج
تدفق نقدى للسهم	٢٣٥ ج	٦١ ج	٦٠ ج

بالتطبيق على نسب الشركة (X) :

رقم الأعمال = ٩٠٠ م ج × ٢,٦١ ٪ = ٥٥١ م ج ،

نتائج صافية = ٥٠ م ج × ١١,١٪ = ٥٥٥ م ج

تدفق نقدى = ١١٠ م ج × ٥,٧ ٪ = ٦٢٧ م ٠ ،

القيمة المتوسطة = ٥٧٨ م ٠ ج ،

ولهذا السبب فإن العديد من مديرى محافظ الأوراق المالية يفضلون مقارنة المؤشر لسهم معين بمؤشر خاص بالقطاع عن المقارنة بالسوق ككل باستخدام المؤشر النسبى التالى :

السعر – الربح للشركة

السعر– الربح المتوسط للسوق أو السعر– الربح النسبى للقطاع

$$= \frac{\text{السعر – الربح المتوسط للقطاع}}{\text{السعر – الربح المتوسط للسوق}}$$

وبالتالى يمكن تحديد مؤشر السعر – الربح الذى يقبل بمقتضاه الاستثمار من عدمه ، وعلى سبيل المثال يرفض السهم الذى يتجاوزه مؤشر ١٠ إذا كان مؤشر السوق ١٤ .

٤- **نسبة « الذهب مؤشر البورصة »** : يعتبر الذهب مؤشراً للتضخم حيث يرتبط سعره ارتباطاً وثيقاً بمؤشر الأسعار (الأرقام القياسية) . وعملياً فإن العلاقة بين أوقية الذهب ومؤشر البورصة تعطى إشارة بالشراء إذا اتجهت تلك العلاقة نحو الصفر، وإشارة بالبيع إذا اتجهت نحو الواحد الصحيح .

٥- **خط التقدم والتراجع** : يعمل هذا المؤشر على تمييز الفرق بين عدد الأسهم الصعودية وعدد الأسهم الهبوطية خلال نفس فترة التداول ، فإذا كان الخط صعودياً فهذا يعنى أن السوق أخذ فى الصعود والعكس صحيح ، والتحليل الدقيق يتمثل فى مقارنة هذا الخط بمؤشر السوق ، وبالتالى يسمح اتفاق المنحنيين بالتنبؤ بالاتجاه الصحيح قصير الأجل ، أو اختلافهما بما يعنى اقتراب فترة من المتاعب وعدم التأكد ، بل نقطة تحول للاتجاه .

٢- *التحليل الاقتصادى Fundamental Analysis* :

نجد أن معظم الدول المتقدمة تتكامل البورصة مع الاقتصاد القومى ولذا فإن تطورات الأسواق ترتبط كثيراً بالأحوال الاقتصادية . ويمكن القول بأن البورصة تسبق إلى معرفة الأحوال الاقتصادية حيث تتوقع أسواق المال (بفرض أنها كافية) الأحداث والاتجاهات فى كل من الأجل المتوسط والطويل، ومن هنا اعتبرت البورصة مرآة للموقف الاقتصادى.

وهنا يأتى دور التحليل الاقتصادى فى تحسين واستخدام المتغيرات المالية والاقتصادية التى تفسر الوضع الاقتصادى ، فإذا كان أخذ مجموعة المتغيرات الاقتصادية والنقدية فى الاعتبار ضرورياً للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية ، فمن المناسب تحديد تلك المتغيرات الجوهرية التى يجب تضمينها نماذج اقتصاد رياضى للتنبؤ والتى تتمثل فيما يلى :

١- المتغيرات الاقتصادية :

تشتمل تلك المتغيرات أساساً على ما يلى :

- معدلات نمو الدخل القومى .
- معدلات التضخم .
- معدلات البطالة .
- الرصيد الخارجى (نسبة ميزان المدفوعات إلى الدخل القومى) .

وتساعد تلك المتغيرات على التنبؤ بتحركات أسواق المال .

٢- المتغيرات النقدية :

يؤثر حجم النقود على بورصة الأوراق المالية ويتأثر بدوره بعدة عوامل منها أسعار الفائدة ودرجة استقرار العملة .

ونظراً للطبيعة المعقدة التى تتسم بها نماذج الاقتصاد الرياضى فإنها تستخدم فى التنبؤ متوسط وطويل الأجل .

ويلاحظ أن العديد من الأبحاث تمكنت من تضمين نماذج التنبؤ عدداً كبيراً من المتغيرات المفسرة لحركات البورصة خاصة مع ظهور نظرية APT ARBITRAGE PRICING MODEL التى ساعدت على تضمين النماذج ما يسمى بالعوامل المتعددة التى تسمح بتحديد درجة حساسية العوامل المفسرة لربحية الأوراق المالية .

٣- التحليل الفنى Technical Analysis :

يقوم التحليل الفنى على الأسس الثلاثة التالية :

١- إن كل المعلومات المتاحة عن ورقة مالية فى لحظة معينة تكون متضمنة فى سعر البورصة (افتراض السوق المثالية) .

٢- إن كل ظاهرة أو تمثيل ماض يمكن أن يخضع للتكرار يوماً ما.

٣- ان تطور الأسعار يتبع اتجاه معين ومن هنا يمكن ملاحظة وتحليل التطور التاريخى للأسعار ليمكن التنبؤ بالمستقبل هذه الملاحظات يجب أن تسمح بظهور اتجاهات ونقط تحول كما أن التحليل يجب أن يسمح بالتعرف على أشكال معينة.

أما الدراسة التاريخية للأسعار فيجب أن تتم عن فترة ٦ أشهر على الأصل لكل يمكن فهم سلوك أسعار ورقة معينة واتجاهها العام .

خطوات إدارة المحفظة(١) :

تختلف خطوات إدارة المحفظة من مستثمر لآخر حسب ظروف المستثمر وأسلوب إدارته وحجم توظفاته . ولا يوجد هنالك نمطاً موحداً للخطوات التى ينبغى على كل مستثمر اتباعها بنفس التسلسل والترتيب . وهذا يعود إلى أن طبيعة عمل هذه الخطوات متداخلة ومتشابكة مع بعضها البعض .

ونستعرض فيما يلى أهم خطوات إدارة محفظة الأوراق المالية :

أولاً : وضع الأهداف الرئيسية التى يسعى المستثمر إلى تحقيقها ، وعلى المستثمر مراعاة أن تكون هذه الأهداف واضحة ومحددة من حيث الكم والنوع والوقت والمكان بالإضافة إلى ضرورة كونها قابلة للقياس .

وتختلف أهداف الاستثمار فى محافظ الأوراق المالية باختلاف أولويات واحتياجات مالك المحفظة . فالأهداف التى تسعى صناديق التوفير إلى تحقيقها من تكوين المحفظة مثلاً تختلف عن تلك التى تسعى إلى تحقيقها شركات التأمين أو المصارف . وبالنسبة لأى مستثمر فإن **أهداف انشاء وإدارة المحفظة تتمثل فيما يلى :**

١- الوفاء بمتطلبات السيولة إذ تعتبر محافظ الأوراق المالية من أهم مصادر السيولة حيث يستطيع المستثمر اللجوء إلى بيع محتوياتها فى السوق المالى حين تستدعى الحاجة .

٢- استثمار الفائض من أموال المصرف عندما تكون الطلبات على القروض والسلفيات لديه قليلة . ففى هذه الحالة يكون لدى المستثمر أموالاً فائضة لا بد أن يسعى إلى استثمارها بدلاً من تركها مجمدة فى خزائنه .

٣- تحقيق أرباح للمستثمر ، ولاشك أن أرباح محافظ الأوراق

---

(١) د. زياد رمضان - مرجع سبق ذكره ، ص ٢٩٢ وما بعدها .

المالية تشكل فى كثير من الأحيان نسبة كبيرة من مجموع أرباح المصرف .

ثانياً : تحليل الظروف الاقتصادية الحالية والمستقبلية ، فعلى الرغم من أنه لا يمكن اجراء تنبؤات دقيقة عن الظروف الاقتصادية العامة كأسعار الفوائد ومعدلات التضخم ، إلا انه من الممكن استخدام هذه التنبؤات كمؤشرات تساعد على اتخاذ القرار الرشيد.

فقرار الاختيار بين شراء أوراق مالية قصيرة الأجل أو طويلة الأجل يعتمد على توقعات صعود أو هبوط أسعار الفائدة ومعدلات التضخم فى المستقبل . فإذا توقعت الإدارة ارتفاع أسعار الفوائد مثلاً خلال فترة قادمة فإنها لن تقوم بأى عملية شراء لأوراق مالية طويلة الأجل وربما تكتفى بشراء أوراق مالية يستحق تاريخها قبل الوقت المتوقع لارتفاع أسعار الفوائد .

ثالثاً : دراسة ظروف المستثمر الداخلية فيما يتعلق بالمجالات الآتية :

أ- التنسيق بين متطلبات الربحية ومتطلبات السيولة ، وايجاد التوازن بينهما .

ب- تقدير احتمالات لجوء المستثمر إلى رهن الأوراق المالية فى حالة الافتراض وكذلك دراسة الشروط المفروض توافرها فى هذه الأوراق من حيث جودتها أو تواريخ استحقاقها أو غير ذلك .

جـ- تحديد النسبة المقبولة من المخاطر بالنسبة للمستثمر حيث تعتمد هذه النسبة على :

١- توافر الخبرات والمهارات المتخصصة فى عمليات الاستثمار فإذا لم تكن هذه الخبرات والمهارات متوفرة لدى المصرف فمن الأفضل له ان يحدد نسبة أقل من المخاطر المقبولة . أما إذا كانت هذه الخبرات والمهارات متوفرة فإن المصرف قد يحدد نسبة أعلى لقبوله بالمخاطر بحسب ظروفه .

٢- هامش الأمان المتمثل فى نسبة حقوق الملكية إلى الأصول الخطرة . فالبنك الذى لا يحتفظ بهامش الأمان الكافى يفضل أن يشترى الأوراق المالية الجيدة فقط .

رابعاً : وضع السياسات العامة للمحفظة :

من الأفضل أن تكون السياسات العامة للمحفظة مكتوبة حيث انه تمثل الاطار العام الذى يسترشد به القائمون على إدارة المحفظة **وتشتمل هذه السياسات على ما يلى :**

أ- تحديد حجم المحفظة والذى يعتمد على مستوى الطلب على القروض وعلى مقدار الربح المتوقع تحقيقه من تكوين المحفظة .

ب- وضع أسس تنويع الأوراق المالية للمحفظة . وينبغى هنا أن تراجع هذه الأسس ويعاد دراستها بين حين وأخر على ضوء المستجدات والمتغيرات فى الظروف الاقتصادية والسياسية وظروف السوق .

جـ- عمليات الشراء والبيع : ينبغى على الإدارة وضع ضوابط وسياسات عامة لعمليات الشراء والبيع وذلك لما لهذه العمليات من تأثيرات مباشرة على نتائج أعمال المحفظة .

ومن الأمثلة على السياسات المتعلقة بعمليات الشراء والبيع ما يلى :

- عدم البيع أثناء انخفاض أسعار الأسهم فى السوق المالى .
- عدم الشراء أثناء ارتفاع أسعار الأسهم فى السوق المالى .
- زيادة كميات البيع فى فترات هبوط الأسعار عند توقع انخفاضها.
- زيادة كميات الشراء فى فترات هبوط الأسعار عند توقع ارتفاعها.
- عدم إجراء أى عملية بيع أثناء انتشار حالات الذعر فى السوق المالى .

- توزيع عمليات الشراء على فترات زمنية منتظمة خلال دورات أسعار الأسهم، ففى كل فترة محددة خلال دورة انخفاض الأسعار يقوم المستثمر بشراء أسهم بنفس القيمة ، وبناء عليه يحسب المستثمر كلفة شراء السهم على أساس متوسط أسعار الشراء لهذه الفترة . وتسمى هذه السياسة بمتوسط التكلفة بالدولار Dollar Cost Averaging . وقد ثبت نجاحها لدى الكثير من المستثمرين فى الولايات المتحدة الأمريكية.

خامساً : التنفيذ والمتابعة : ونقصد بالتنفيذ القيام بعمليات الشراء والبيع الفعلى لمحتويات المحفظة على ضوء الأهداف المحددة والسياسات العامة الموضوعة وعلى الإدارة العليا للمصرف التأكد من اعطاء المسئولين عن إدارة المحفظة التفويض المناسب والمرونة الكافية . وذلك حتى تستطيع اتخاذ القرارات الاستثمارية بالسرعة اللازمة وفى الوقت المناسب .

وتقوم الإدارة العليا بعملية المتابعة وتقييم الأداء حتى تطمئن إلى كفاءة إدارة المحفظة وحتى تستطيع اكتشاف الأخطاء قبل وقوعها ومعالجتها أو الحول دون استفحالها بعد وقوعها .

أهم المؤشرات المالية التى يستخدمها المستثمر فى تكوين محفظته :

يهتم المستثمر بدرجة كبيرة بدراسة وتحليل المؤشرات المالية قبل اتخاذ أى قرار استثمارى . ومن أهم المؤشرات المالية التى توجه المستثمر فى اتخاذ قراراته الرشيدة :

١- عائد السهم *Earnings Per Share (EPS) :*

ويقيس نصيب السهم من الأرباح المحققة بعد خصم الضرائب .

$$= \frac{\text{صافى الربح بعد اقتطاع الضريبة}}{\text{عدد أسهم الشركة المكتتب بها}}$$

٢- نصيب السهم من التوزيعات النقدية Cash Dividends Per Share

ويبين هذا المعدل نصيب كل سهم من التوزيعات النقدية وما فى حكمها التى تقوم إدارة الشركة بتوزيعها على المساهمين :

$$= \frac{\text{التوزيعات النقدية}}{\text{عدد أسهم الشركة المكتتب بها}}$$

٣- نسبة القيمة السوقية إلى عائد السهم النقدية Price/ Earning Ratio

وتبين هذه النسبة مضاعف ما يدفعه المستثمر للحصول على جنيهاً واحد من الأرباح بعد الضرائب ، ويتم استخراجه كما يلى :

$$= \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{عائد السهم}}$$

وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما كان السهم أكثر جاذبية للاستثمار .

٤- نسبة التوزيعات للأرباح إلى القيمة السوقية Yield/ Share Ratio .

وتقيس نسبة التوزيعات النقدية لكل سهم إلى القيمة السوقية لذلك السهم .

$$= \frac{\text{التوزيعات النقدية لكل سهم} \times ١٠٠}{\text{عائد القيمة السوقية للسهم}}$$

مثال :

إليك فيما يلى بعض البيانات المالية الخاصة بإحدى الشركات المساهمة العامة لعام ٢٠٠٥ :

عدد أسهم الشركة المكتتب بها ٢,٠٠٠,٠٠٠

(قيمة كل سهم جنيه)

صافى الربح بعد اقتطاع الضريبة ١٦٠,٠٠٠

اجمالى التوزيعات النقدية للأرباح ١٢٠,٠٠٠

القيمة الدفترية ٤,٠٠٠,٠٠٠

القيمة السوقية ٥,٠٠٠,٠٠٠

المطلوب : استخراج ما يلى :

١- عائد السهم .

٢- نصيب السهم من التوزيعات النقدية

٣- نسبة القيمة السوقية إلى عائد السهم .

٤- نسبة التوزيعات النقدية للأرباح إلى القيمة السوقية .

الحـــل :

١- عائد السهم = $\frac{\text{صافى الربح بعد اقتطاع الضريبة}}{\text{عائد أسهم الشركة المكتتب بها}}$

$= \frac{١٦٠,٠٠٠}{٢,٠٠٠,٠٠٠}$ = ٠,٠٨٠ جنيه

٢- نصيب السهم من التوزيعات النقدية $\frac{\text{التوزيعات النقدية للأرباح}}{\text{عدد أسهم الشركة المكتتب بها}}$

$= \frac{١٢٠,٠٠٠}{٢,٠٠٠,٠٠٠}$ = ٠,٠٦٠ جنيه

٣- القيمة السوقية إلى عائد السهم

القيمة السوقية للسهم = $\frac{\text{القيمة السوقية}}{\text{عدد أسهم الشركة المكتتب بها}}$

$\frac{٥,٠٠٠,٠٠٠}{٢,٠٠٠,٠٠٠}$ = ٢,٥٠٠

القيمة السوقية إلى عائد السهم = $\frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{عائد السهم}}$

$= \frac{٢,٥٠٠}{٠,٠٨٠}$ = ٣١,٣ مرة .

٤- التوزيعات النقدية للأرباح إلى القيمة السوقية

التوزيعات النقدية للأرباح إلى القيمة السوقية =

$\frac{\text{التوزيعات النقدية للأرباح لكل سهم} \times ١٠٠}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$ $\frac{٠,٠٦٠ \times ١٠٠}{٢,٥٠٠}$ = ٢,٤ ٪

كيف يمكن تكوين المحفظة المثلى للأوراق المالية :

يلاحظ هنا انه يمكننا الاعتماد على أى من النموذجين التاليين :

أ- نموذج ماركوفيتس (١) :

لو أن لدينا محفظة أوراق مالية مكونة من ورقتين ، ما هى علاقة عائد وخطر مثل هذه المحفظة بعائد وخطر كل من الورقتين الداخليتين فيها منفردتين ؟ للإجابة على هذا السؤال بما يعتبر مدخلاً لنظرية المحفظة نورد المثال التالى . فإذا كان هناك أربعة أوراق مالية ذات عوائد متوقعة ودرجات خطركما يوضحه الجدول التالى :

السنة	عائد الورقة أ	عائد الورقة أ	عائد الورقة أ	عائد الورقة أ
٩٢	٨	١٢	٨	٨
٩٣	١١	٩	٩	١١
٩٤	١٠	١٠	١٠	١٠
٩٥	١٢	٨	١١	١٢
٩٦	٩	١١	١٢	٩

قبل التحليل ، نذكر الملاحظات التالية :

– أن عائد الورقة (أ) متماثل مع عائد الورقة (د) .

– أن التغير فى عائد الورقة (أ) عكسى تمامًا للتغير فى عائد الورقة (ب) حيث إذا كان تغير عائد (أ) موجب ، كان تغير (ب)سالب والعكس وبنفس المقدار .

---

(١) د. عبد العاطى لاشين ، الإدارة المالية والاستثمار ، بدون ناشر ٢٠٠٣ ص ١٧٥ وما بعدها .

- أن التغير فى عائد الورقة (أ) ليس له علاقة بالتغير فى عائد الورقة (ج) ، حيث التغير فى عائد الورقة (ج) موجب دائمًا ، بينما التغير فى عائد الورقة (أ) موجب ثم سالب ثم موجب ثم سالب وهو ما يوضحه الجدول التالى :

التغير فى عائد الأوراق أ ، ب ، ج ، د

السنة	أ	ب	ج	د
٩٢	-	-	-	-
٩٣	٣+	٣-	١+	٣+
٩٤	١-	١+	١+	١-
٩٥	٢+	٢-	١+	٢+
٩٦	٣-	٣+	١+	٣-

فإذا قمنا بإنشاء المحافظ التالية كل منها مكونة من ورقتين فقط :

١- محفظة مكونة من الورقة أ ، الورقة ب .

٢- محفظة مكونة من الورقة أ ، الورقة ج

٣- محفظة مكونة من الورقة أ ، الورقة د .

فهل سيختلف كل من عائد المحفظة ودرجة خطرها عن عائد وخطر كل ورقة منفردة فى المحفظة ، هذا ما سوف يوضحه الجدول التالى :

عائد وخطر المحفظة ١ ، ٢ ، ٣

السنة	(١) أ + ب	(٢) أ + ج	(٣) أ + د
٩٢	٢٠	١٦	١٦
٩٣	٢٠	٢٠	٢٢
٩٤	٢٠	٢٠	٢٠
٩٥	٢٠	٢٣	٢٤
٩٦	٢٠	٢١	١٨

هنا أصبح لدينا عائد للمحافظ ١ ، ٢ ، ٣ في شكل مماثل لعائد ورقة منفردة ، ويمكن حساب العائد المتوقع والخطر لها .

$$\text{نتذكر أن متوسط العائد} = \frac{\text{مجموع العوائد}}{\text{عددها}}$$

درجة الخطر

$$= \text{الانحراف المعيارى للعوائد} = \sqrt{\frac{\text{مجموع مربعات انحرافات العوائد عن وسطها}}{\text{عدد العوائد}}}$$

$$\text{عائد المحفظة ١ (أ + ب)} = \frac{٢٠ + ٢٠ + ٢٠ + ٢٠ + ٢٠}{٥} \quad \frac{١٠٠}{٥}$$

= ٢٠ جنيه

$$\text{خطر المحفظة ١} = \sqrt{\frac{(٢٠ - ٢٠)^٢ + (٢٠ - ٢٠)^٢ + (٢٠ - ٢٠)^٢ + (٢٠ - ٢٠)^٢ + (٢٠ - ٢٠)^٢}{٥}}$$

$$= \sqrt{\frac{\text{صفر}}{٥}} = \text{صفر}$$

$$\text{عائد المحفظة ٢ (أ + ج)} = \frac{١٦ + ٢٠ + ٢٠ + ٢٣ + ٢١}{٥} = \frac{١٠٠}{٥}$$

= ٢٠ جنيه

$$\text{خطر المحفظة ٢} = \sqrt{\frac{(٢٠-١٦)^٢ + (٢٠-٢٠)^٢ + (٢٠-٢٠)^٢ + (٢٠-٢٣)^٢ + (٢٠-٢١)^٢}{٥}}$$

$$= \sqrt{\frac{(+٤)^٢ + (\text{صفر})^٢ + (\text{صفر})^٢ + (-٣)^٢ + (-١)^٢}{٥}}$$

$$= \sqrt{\frac{١٦ + \text{صفر} + \text{صفر} + ٩ + ١}{٥}} = \sqrt{\frac{٢٦}{٥}} = \sqrt{٥,٢} = ٢,٢٨$$

$$\text{عائد المحفظة ٣ (أ + ج)} = \frac{١٦ + ٢٢ + ٢٠ + ٢٤ + ١٨}{٥} = \frac{١٠٠}{٥}$$

= ٢٠ جنيه

$$\text{خطر المحفظة ٣} = \sqrt{\frac{(٢٠-١٦)^٢ + (٢٠-٢٢)^٢ + (٢٠-٢٠)^٢ + (٢٠-٢٤)^٢ + (٢٠-١٨)^٢}{٥}}$$

$$= \sqrt{\frac{(+٤)^٢ + (-٢)^٢ + (\text{صفر})^٢ + (-٤)^٢ + (+٢)^٢}{٥}}$$

$$= \sqrt{\frac{١٦ + ٤ + ٤ + صفر + ١٦ + ٤}{٥}}$$

$$= \sqrt{\frac{٤٠}{٥}} = \sqrt{٨} = ٢,٨٣ \text{ توزيعات}$$

∴ إذا وضعنا هذه النتائج فى جدول نحصل على ما يلى :

	المحفظة		
	١ (أ + ب)	٢ (أ + ج)	٣ (أ + د)
متوسط العائد درجة الخطر	٢٠ صفر	٢٠ ٢,٢٨	٢٠ ٣,٨٣

من الجدول السابق نجد أننا كونا ثلاث محافظ متساوية جميعاً فى عائدها المتوقع ولكنها مختلفة فى درجة الخطر ، فى هذه الحالة ، بالمنطق ، أى محفظة سوف نختارها للاستثمار فيها ، بالقطع المحفظة رقم (١) حيث أنها احتوت على نفس العائد المتوقع للمحفظتين الأخيرتين ، إلا أنها منعدمة الخطر ، ومع تكرار ما لاحظناه سابقاً من أن المحفظة (١) مكونة من ورقتين (أ ، ب) بينهما علاقة سالبة والمحفظة (٢) مكونة من ورقتين (أ ، ج) ليس بينهما علاقةتقريبًا وأخيراً المحفظة (٣) والمكونة من ورقتين (أ ، د) وبينهما علاقة موجبة تماماً وإن كان ما سبق سيتم إثباته رياضياً ، إلا أننا من الممكن الآن أن نخرج بالقواعد التالية :

١- يمكن تدنية خطر محفظة مكونة من ورقتين إلى الصفر إذا تم تكوينها من ورقتين لهما علاقة سلبية تامة .

٢- يمكن تدنية خطر محفظة مكونة من ورقتين إلى درجة ما إذا تم تكوينها من ورقتين ليس بينهما علاقة .

٣- لا يمكن تدنية خطر محفظة إذا احتوت على ورقتين بينهما علاقة موجبة تماماً .

والجداول التالية توضح متوسط عائد وخطر الأوراق أ ، ب ، ج، د منفرد، ومتوسط عائد وخطر عدة مكونة من ورقتين منهم، ومتوسط عائد وخطر نفس المحافظ عند نفس مبلغ الاستثمار فى الورقة الواحدة أى نصف مبلغ الاستثمار فى الورقتين مجتمعتين .

عائد ومتوسط عائد وانحراف معيارى للعائد للأوراق المالية
أ ، ب ، ج ، د منفردة

السنة	أ	ب	ج	د
٩٢	٨	١٢	٨	٨
٩٣	١١	٩	٩	١١
٩٤	١٠	١٠	١٠	١٠
٩٥	١٢	٨	١١	١٢
٩٦	٩	١١	١٢	٩
المتوسط	١٠	١٠	١٠	١٠
انحراف معيارى	١,٤١٤	١,٤١٤	١,٤١٤	١,٤١٤

عائد ومتوسط عائد وانحراف معيارى للعائد لمحافظ

المكونة من ورقتين

السنة	أ+ب	أ+ج	أ+د	ب+ ج	ب + د	ج + د
٩٢	٢٠	١٦	١٦	٢٠	٢٠	١٦
٩٣	٢٠	٢٠	٢٢	١٨	٢٠	٢٠
٩٤	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠
٩٥	٢٠	٢٣	٢٤	١٩	٢٠	٢٣
٩٦	٢٠	٢١	١٨	٢٣	٢٠	٢١
المتوسط	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠
انحراف معيارى	٠	٢,٥٥	٣,١٦٢	١,٨٧١	٠	٢,٥٥

عائد ومتوسط عائد وانحراف معيارى للعائد لمحافظ

المكونة من نصف ورقتين

السنة	أ+ب	أ+ج	أ+د	ب+ ج	ب + د	ج + د
٩٢	١٠	٨	٨	١٠	١٠	٨
٩٣	١٠	١٠	١١	٩	١٠	١٠
٩٤	١٠	١٠	١٠	١٠	١٠	١٠
٩٥	١٠	١١,٥	١٢	٩,٥	١٠	١١,٥
٩٦	١٠	١٠,٥	٩	١١,٥	١٠	١٠,٥
المتوسط	١٠	١٠	١٠	١٠	١٠	١٠
انحراف معيارى	٠	١,٢٧٥	١,٥٨١	٠,٩٣٥	٠	١,٢٧٥

تعليق على الجداول :

قارن بين متوسط عائد والانحراف المعيارى للعائد ، فبدلاً من الاستثمار فى ورقة واحدة ، نستثمر نفس المبلغ فى ورقتين مثلاً كما فى الجدول المحفظة المكونة من (أ + ب) حصلنا على نفس متوسط العائد (١٠ جنيه) ولكن خفضنا درجة الخطر من ١,٤١٤ إلى صفر .

٢-حساب عائد ودرجة الخطر لمحفظة مكونة من ورقتين :

إذا كان لدينا مبلغ من المال ، فإننا يمكننا استثمار ١٠٠ ٪ من هذا المبلغ أو جزء من هذه النسبة فى أحد الأوراق ، ولنرمز لهذا الجزء بالمرمز ك ، وعلى ذلك يمكن استثمار $ك_١$ فى الورقة أ ، $ك_٢$ فى الورقة ب وهكذا حتى $ك_ن$ وعلى ذلك يكون متوسط عائد المحفظة كما يلى :

عائد المحفظة = مجموع (نسبة الاستثمار فى كل ورقة × العائد لكل ورقة

$$\overline{ت}_م = \sum_{ز=١}^{ن} (ك_ن - ت_ن) \quad .... \quad (١)$$

ويمكن حساب خطر المحفظة المكونة من ورقتين كما يلى :

مربع خطر المحفظة = الجزء المستثمر فى الورقة الأولى)^٢ × خطر الورقة الأولى + (الجزء المستثمر فى الورقة الثانية)^٢ × خطر الورقة الثانية + ٢× الجزء المستثمر فى الورقة الأولى × الجزء المستثمر فى الورقة الثانية × تغاير الورقتين

حيث تغاير الورقتين هو مجموع حاصل ضرب انحرافات عوائد الورقة الأولى عن متوسطها × انحرافات عوائد الورقة الثانية عن متوسطها .

أى أن مربع خطر المحفظة :

$$ط^{2}_{م} = ك^{2}_{1}\ ط^{2}_{1} + ك^{2}_{2}\ ط^{2}_{2} + 2\ ك_{1}ك_{2}\ ط_{21} \quad .... (2)$$

حيث $ط^{2}_{م}$ هى تباين عائد المحفظة

$ك_{1}$ الجزء المستثمر فى الورقة الأولى

$ك_{2}$ الجزء المستثمر فى الورقة الثانية

$ط_{1}$ خطر الورقة الأولى

$ط_{2}$ خطر الورقة الثانية

$ط_{21}$ تغاير الورقتين معاً .

وباستخدام أمثلة المثال السابق :

	عائد الورقة (أ)	عائد الورقة (ب)	انحراف عائد (أ)	انحراف عائد (ب)	انحراف عائد (أ×ب)	مربع انحرافات (أ)	مربع انحرافات (ب)
	٨	١٢	٢٠	+٢	-٤	+٤	+٤
	١١	٩	+١	-١	-١	+١	+١
	١٠	١٠	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر
	١٢	٨	+٢	-٢	-٤	+٤	+٤
	٩	١١	-١	+١	-١	+١	+١
مجموع	٥٠	٥٠			-١٠	+١٠	+١٠
متوسط	١٠	١٠					

وبافتراض استثمار ٥٠٪ من مبلغ الاستثمار فى أ ، ٥٠٪ من مبلغ الاستثمار فى ب :

.·. عائد المحفظة = مج (ز = ١ إلى ن) ك ن × تَ ك ن

خطر المحفظة ط²م = ك²١ ط²١ + ك²٢ ط²٢ + ٢ ك١ ك٢ ط١٢

حيث ك١ = ٠,٥ ، ك٢ = ٠,٥

وط²١ = ١٠ / ٥ = ٢ ، ط²٢ = ١٠ / ٥ = ٢ ،

ط١٢ = −١٠ / ٥ = −٢

.·. [ط²م] = [(٠,٥٠)²×٢] + [(٠,٥٠)²×٢] + ٢ × ٠,٥ × ٠,٥ ×

= ٠,٥ + ٠,٥ + [٢×٠,٥×٠,٥ × −٢]

= ١ + [−١] = صفر

وهو ما توصلنا إليه سابقاً .

٣- عائد ومخاطر محفظة مكون من أكثر من ورقتين :

وهنا يكون عائد المحفظة :

تَم = مج (ز = ١ إلى ن) (كر − تر) .... (٣)

وخطر المحفظة :

ط²م = مج (ز = ١ إلى ن) ك ز ط ز + مج (ز = ١ إلى ن) مج (ى = ١ إلى ن ، ى ≠ ز) ك ز ك ى ط زى .... (٤)

حيث $\text{ط}^{٢}_{\text{م}}$ تباين عائد المحفظة أو مربع الانحراف المعيارى للعائد

$\text{ك}_{\text{ز}}$ نسبة الاستثمار فى الورقة ز

$\text{ك}_{\text{ى}}$ نسبة الاستثمار فى الورقة ى

$\text{ط}_{\text{ز ى}}$ تغاير عائد الورقتين ز ، ى معاً .

ويكون الانحراف المعيارى لعائد المحفظة المتولدة هو مقياس درجة خطرها ويمكن حساب تغير أى ورقتين كما يلى :

تغاير عائد الورقة مع الورقة = مجموع (متوسط عائد الورقة الأولى – عوائد الورقة الأولى) × متوسط عائد الورقة الثانية – عوائد الورقة الثانية) .

$$= \sum_{\text{ز}=١}^{\text{ن}} \left(\bar{\text{ت}} - \text{ت}_{\text{أز}}\right) \left(\bar{\text{ت}}_{\text{ب}} - \text{ت}_{\text{ب ز}}\right) \quad \ldots\ldots \quad (٥)$$

ولكن عن الاستدلال عن قيمة تغاير ورقتين كما يلى :

تغاير أ ب = معامل ارتباط أ مع ب × الانحراف المعيارى للورقة أ × الانحراف المعيارى للورقة ب

$$= \text{ى}_{\text{أ ب}} \times \text{ط}_{\text{أ}} \times \text{ط}_{\text{ب}}$$

مثال : إليك الجدول التالى يحتوى على عوائد ثلاثة أوراق مالية :

السنة	عائد الورقة أ	عائد الورقة ب	عائد الورقة ج
٢٠٠٢	٨	١٢	٨
٢٠٠٣	١١	٩	٩
٢٠٠٤	١٠	١٠	١٠
٢٠٠٥	١٢	٨	١١
٢٠٠٦	٩	١١	١٢

احسب متوسط العائد ودرجة الخطر للمحفظة المكونة من الثلاث ورقات المشار إليهم بافتراض أن نسبة الاستثمار فى أ = ٠,٤٠ ونسبة الاستثمار فى ب= ٠,٤٠ ونسبة الاستثمار فى ج = ٠,٢٠

ونلاحظ أننا نحتاج إلى حساب كل من :

١-متوسط عائد كل ورقة

٢- درجة خطر كل ورقة (الانحراف المعيارى لعوائدها) .

٣-تغاير عائد كل ورقتين معاً .

١- متوسط العائد :

$$\text{متوسط عائد الورقة أ} = \frac{\text{مجموع عوائد الورقة أ}}{\text{عددها}}$$

$$\bar{ت}_{1} = \frac{٨ + ١١ + ١٠ + ١٢ + ٩}{٥} = \frac{٥٠}{٥} = ١٠$$

$$\text{متوسط عائد الورقة ب} = \frac{١٢ + ٩ + ١٠ + ٨ + ١١}{٥} = \frac{٥٠}{٥} = ١٠$$

$$\text{متوسط عائد الورقة ج} = \frac{٨ + ٩ + ١٠ + ١١ + ١٢}{٥} = \frac{٥٠}{٥} = ١٠$$

$$\therefore \text{عائد المحفظة} = \bar{ت}_{م} = \sum_{ز=1}^{ن} (ك_{ن} \times \bar{ت}_{ن})$$

حيث $ك_{ن}$ هى نسبة الاستثمار فى كل ورقة

$ت_{ن}$ هو متوسط عائد كل ورقة

$$\therefore \bar{ت}_{م} = ٠,٤٠ \times ١٠ + ٠,٤٠ \times ١٠ + ٠,٢٠ \times ١٠ = ١٠ .$$

٢- درجة خطر كل ورقة :

مربع درجة خطر الورقة أ = مربع الانحراف المعيارى للورقة أ =

$$= \frac{\text{مجموع مربعات انحرافات عوائد أ حول وسطها}}{\text{عدد العوائد}}$$

$$ط^{٢}_{أ} = \frac{\sum_{ز=١}^{ن} (\bar{ت}_{أ} - ت_{أز})}{ن}$$

$$= \frac{(١٠ - ٨)^{٢} + (١٠ - ١١)^{٢} + (١٠ - ١٠)^{٢} + (١٠ - ١٢)^{٢} + (١٠ - ٩)^{٢}}{٥}$$

$$ط^{٢}_{ب} = \frac{(١٠ - ١٢)^{٢} + (١٠ - ٩)^{٢} + (١٠ - ١٠)^{٢} + (١٠ - ٨)^{٢} + (١٠ - ١١)^{٢}}{٥}$$

$$= \frac{٤ + ١ + \text{صفر} + ٤ + ١}{٥} = \frac{١٠}{٥} = ٢$$

$$ط^{٢}_{ج} = \frac{(١٠ - ٨)^{٢} + (١٠ - ٩)^{٢} + (١٠ - ١٠)^{٢} + (١٠ - ١١)^{٢} + (١٠ - ١٢)^{٢}}{٥}$$

$$= \frac{٤ + ١ + \text{صفر} + ١ + ٤}{٥} = \frac{١٠}{٥} = ٢$$

بالمصادفة نجد أن الانحراف المعيارى لكافة الأوراق المشار إليها متساوى .

٣- متوسط عائد كل ورقتين معاً :

فى هذه الحـــالة لدينا الأوراق أ ، ب ، ج ، ويمكن التـعــبـيــر عن مصفوفة التباين - التغاير كما يلى :

	أ	ب	جـ
أ	أأ	أ ب	أ جـ
ب	ب أ	ب ب	ب جـ
جـ	جـ أ	جـ ب	جـ جـ

ونلاحظ أن تغاير أأ = تباين أ

تغاير ب ب = تباين ب

تغاير جـ جـ = تباين جـ

تغاير أ ب = تغاير ب أ

تغاير أ جـ = تغاير جـ أ

تغاير ب جـ = تغاير جـ ب

تغاير أ ، ب = مج ن ز=١ (ت̄أ − ت أز) (ت̄ب − ت ب ز)

(١٠−١٠)] +[(٩−١٠) (١١ −١٠)] + [(١٢−١٠)(٨−١٠)] =

[(١٢ −١٠) (٩ −١٠)]+ [(٨−١٠) (١١−١٠)]+ [(١٠−١٠)

(١−) ×١]+[٢×(٢−)]+[صفر × صفر]+[١×(١٠)]+[(٢−)×٢]=

(١−) + (٤−) + (صفر) + (٩−) + (٤−) =

١٠ =

تغاير أ ، جـ = [(١٠-٩) (١٠-٨)] + [(١٠- ١١) (١٠-٩)]+
[(١٠-١٠) (١٠-١٠)] + [(١٠- ١٢) (١٠- ١١)] + [(١٠- ٩)
(١٠- ١٢)]

= (٢×٢) + (-١) × ١ + صفر × صفر + (-٢) (-١) + ١×
(-٢)

= ٤ + (-١) + (صفر) + ٢ + (-١)

= ٤

تغاير ب ، جـ = [(١٠- ١٢) (١٠-٨)] + [(١٠- ٩) (١٠- ٩)]+
[(١٠- ١٠) (١٠- ١٠)] + [(١٠- ٨) (١٠- ١١)] + [(١٠- ١١)
(١٠- ١٢)]

= (-٢) × ٢ + ١ × ١ + صفر × صفر + ٢ × (-١) + (-١)
(-٢)

= ٤+ ١+ صفر + (-٢) + ٢

= ٤

مربع خطر المحفظة = $ط^{٢}_{م}$ = $مجـ_{ز=١}^{ن}$ $مجـ_{ى=١}^{ن}$ $ك_{ز}$ $ك_{ى}$ $ط_{زى}$

ونلاحظ أن مصفوفة التباين التغاير هى :

أأ	أب	أجـ	=	٢	١٠-	٤
ب أ	ب ب	ب جـ		١٠-	٢	٤
جـ أ	جـ ب	جـ جـ		٤	٤	٢

مربع خطر المحفظة = كا كا طاا + كا كب طاب + كا كجـ طاجـ

+ كب كا طبا + كب كب طبب + كب كجـ طبجـ

+ كجـ كا طجـا + كجـ كب طجـب + كجـ كجـ طجـجـ

= ٠,٤ × ٠,٤ × ٢ + ٠,٤ × ٠,١ × (١٠-) + ٠,٤ × ٠,٥ × ٤ + ٠,١ ×

٠,٤ × (١٠-) + ٠,١ × ٢ + ٠,٤ × ٠,٥ × ٤ + ٠,٥ × ٠,٤ × ٤ + ٠,٥ ×

٠,٥ × ٢

= ٠,٣٢ + (٠,٤-) + ٠,٨

+ (٠,٤-) + ٠,٠٢ + ٠,٨

+ ٠,٨ + ٠,٢ + ٠,٥

= ٠,٧٢

+ ٠,٤٢

+ ١,٥

∴ مربع خطر المحفظة = ٢,٦٤

∴ خطر المحفظة = الانحراف المعيارى للمحفظة = √ التباين

= ١,٦٢٤

٤- الخطر الفردى وخطر السوق :

من الجزء السابق توصلنا إلى ما يلى :

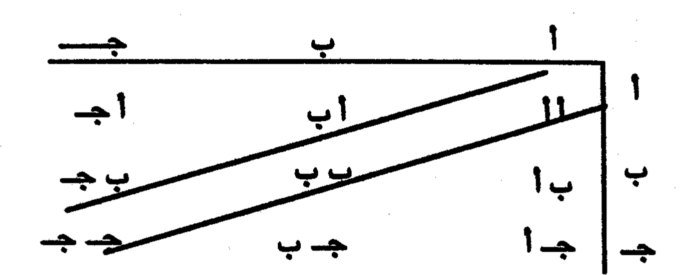
عائد المحفظة = مجموع (نسبة الاستثمار فى كل ورقة × العائد لكل ورقة)

$$ت م = \sum_{ز=١}^{ن} (ك_{ن} \times ت_{ن})$$

وخطر المحفظة = مجموع نسبة الاستثمار فى الورقة ز × نسبة الاستثمار غى الورقة ى ×تغاير الورقة ز مع الورقة ى

$$ط^{٢} م = \sum_{ز=١}^{ن} \sum_{ى=١}^{ن} ك_{ز} ك_{ى} ط_{ زى}$$

ورأينا كيف يمكن حساب مصفوفة التباين - التغاير للأوراق المكونة للمحفظة ، وضربنا مثلاً أنه لو كانت المحفظة مكونة من ثلاثة أوراق أ ، ب ،جـ فتكون مصفوفة التباين التغاير كما يلى :



	أ	ب	جـ
أ	أأ	أب	أجـ
ب	بأ	بب	بجـ
جـ	جـأ	جـب	جـجـ

نلاحظ أن المحور يحتوى على تغاير الورقة مع نفسها ، وهو ما يعنى تباين الورقة ، حيث ط أأ = ط٢أ ، ط ب ب = ط ٢ ب ، ط جـ جـ = ط ٢ ج .

فإذا فصلنا التباينات عن التغايرات فى المعادلة رقم (٢) نجد أن :

$$\text{ط}^{2}_{\text{م}} = \sum_{\text{ز}=1}^{\text{ن}} \text{ك}^{2}_{\text{ز}}\ \text{ط}^{2}_{\text{ز}} + \sum_{\text{ز}=1}^{\text{ن}} \sum_{\substack{\text{ى}=1 \\ \text{ى} \neq \text{ز}}}^{\text{ن}} \text{ك}_{\text{ز}}\ \text{ك}_{\text{ى}}\ \text{ط}_{\text{زى}} \quad \ldots \quad (٦)$$

وإذا افترضنا أن المحفظة مكونة من عدة أوراق كل ورقتين منهم مستقلتين أو بمعنى آخر كل ورقتين ليس بينهما علاقة ارتباط ، فى هذه الحالة يكون تغاير كل ورقتين معاً يكون مساوياً للصفر .

أى أن الجزء الأيسر فى الطرق الأيسر من المعادلة (٦) سيكون مساوياً للصفر حيث كما ذكرنا أن تغاير كل ورقتين يفترض أنه مساوى للصفر نظراً لعدم وجود علاقة ارتباط بين أى ورقتين فى المحفظة . وعلى ذلك وفى هذه الحالة فقط فإن :

$$\text{ط}^{2}_{\text{م}} = \sum_{\text{ز}=1}^{\text{ن}} \text{ك}^{2}_{\text{ز}}\ \text{ط}^{2}_{\text{ز}} \quad \ldots \quad (٧)$$

وإذا افترضنا أيضاً أن مبلغ الاستثمار موزع بالتساوى على الأوراق الداخلة فى المحفظة ، أى أن ك ١ = ك٢ = ك٣ = ... = ك ن فى هذه الحالة تصبح نسبة الاستثمار فى أى ورقة فى المحفظة

$$= \frac{٣}{\text{ن}}$$

$$\text{أى أن } \text{ط}^{2}_{\text{م}} = \sum_{\text{ز}=1}^{\text{ن}} \left(\frac{1}{\text{ن}} \right)^{2} \text{ط}^{2}_{\text{ز}} \quad \ldots\ldots \quad (٨)$$

وحيث أن ($\frac{1}{ن}$) مقدار ثابت ، فيمكن وضعه يمين رمز التجميع :

$$\text{أى أن } ط^{2}_{م} = \frac{1}{ن} \left[\frac{\sum_{ز=1}^{ن} ط^{2}_{ز}}{ن} \right] \quad \text{....} \quad (9)$$

ونلاحظ التعبير الموجود بين القوسين فى الطرق الأيسر للمعادلة (١٠) هو متوسط وعلى ذلك يمكن التعبير عن المعادلة (٨) كما يلى :

$$ط^{2}_{م} = \frac{1}{ن} ط^{2}_{ز} \quad \text{............} \quad (10)$$

حيث أن ط ٢ ز تمثل متوسط التباين للأوراق الداخلة فى تكوين المحفظة وكلما كبرت قيمة ن اكثر وأكثر ، كلما صغرت درجة الخطر للمحفظة أصغر فأصغر ، وعندما تكون قيمة ن اكبرما يمكن تتجه قيمة تباين المحفظة إلى الصفر وهذه هى الحالة العامة، حيث لو استطعنا ايجاد مجموعة من الأصول أو الأوراق المستقلة فإن تباين المحفظة يتجه إلى الصفر .

ولكن فى الواقع العملى نجد أن علاقة الارتباط والتغاير بين الأوراق او الأصول فى غالبية الأسواق موجبة ، وفى مثل هذه الأسواق لا يمكن الوصول بدرجة المحفظة إلى الصفر ولكن يمكن تدنيتها لتكون أقل من تباين ورقة منفردة ، وتباين المحفظة كما سبق ذكره هو :

$$\text{ط}^2_{\text{م}} = \sum_{\text{ز}=1}^{\text{ن}} \text{ك}^2_{\text{ز}}\ \text{ط}^2_{\text{ز}} + \sum_{\text{ز}=1}^{\text{ن}} \sum_{\substack{\text{ط}=1 \\ \text{ط} \neq \text{ز}}}^{\text{ن}} \text{ك}_{\text{ز}}\ \text{ك}_{\text{ى}}\ \text{ط}_{\text{زى}} \quad \cdots (11)$$

وإذا افترضنا مرة أخرى تساوى نسب الاستثمار فى الأوراق الداخلة فى المحفظة يكون تباين المحفظة هو :

$$\text{ط}^2_{\text{م}} = \sum_{\text{ز}=1}^{\text{ن}} \left(\frac{1}{\text{ن}}\right)^2 \text{ط}^2_{\text{ز}} + \sum_{\text{ز}=1}^{\text{ن}} \sum_{\substack{\text{ى}=1 \\ \text{ى} \neq \text{ز}}}^{\text{ن}} \left(\frac{1}{\text{ن}}\right)\left(\frac{1}{\text{ن}}\right) \text{ط}_{\text{زى}} .$$

.... (12)

وباعتبار أن $\left(\frac{1}{\text{ن}}\right)$ مقدار ثابت فإنه يمكن إعادة كتابة معادلة (13) كما يلى :

$$\text{ط}^2_{\text{م}} = \frac{1}{\text{ن}} \sum_{\text{ز}=1}^{\text{ن}} \left(\frac{\text{ط}^2_{\text{ز}}}{\text{ن}}\right) + \frac{(\text{ن}-1)}{\text{ن}} \sum_{\text{ز}=1}^{\text{ن}} \sum_{\substack{\text{ى}=1 \\ \text{ى} \neq \text{ز}}}^{\text{ن}} \left(\frac{\text{ط}_{\text{زن}}}{\text{ن}(\text{ن}-1)}\right) \quad \text{.........} (13)$$

وكلاً من التعبيرين بداخل الأقواس بالطرق الأيسر للمعادلة (14) يعتبرا متوسطين . ويمكن إعادة كتابة المعادلة (7) كما يلى :

$$\text{ط}^2_{\text{م}} = \frac{1}{\text{ن}}\ \text{ط}^2_{\text{ز}} + \frac{(\text{ن}-1)}{\text{ن}}\ \overline{\text{ط}}_{\text{زى}} \quad \text{........} (14)$$

الجزء الأول من الطرف الأيسر للمعادلة يتجه للصفر عندما تكون ن كبيرة جداً ، الجزء الثانى من المعادلة يتجه لمتوسط التغاير عندما تكبر ن ايضاً .

وعلى ذلك فيمكن الحصول على مجموع المخاطر الفردية مساوية للصفر عن طريق التنويع وزيادة ن ، ولكن الجزء الخاص بالتغاير لا يمكن تخفيضه عن طريق التنويع .

وبناء على النتيجة السابقة فإنه يمكن اختيار عدد من الأسهم فى السوق عشوائيًا لتخفيض الخطر الفردى وليس شرطاً أن يكون عدد الأسهم فى المحفظة مساوياً لعدد الأسهم فى السوق . ويتراوح ذلك الرقم بين ٥٦ ورقة فى سوق الأوراق المالية بسويسرا وبين ٨٩,٣ ورقة فى الأسهم الدولية .

ملحوظة اخيرة وهى أن هذه الطريقة لتكوين محفظة الأوراق المالية والتى تعرف بمدخل ماركوفيتس تحتاج إلى عدد كبير جداً من العمليات الحسابية ، مما دعا العديد من الباحثين للعمل على اشتقاق أسلوب يعمل على تقليل هذه العمليات الحسابية وكان من هؤلاء وليام شارب الذى توصل إلى طريقة مبسطة عن أسلوب ماركوفيتس ولكن معتمدة على نفس الفلسفة ايضاً .

ب- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية :

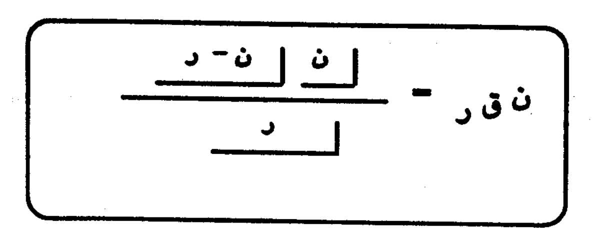
ناقشنا فيما سبق أنه عند انشاء محفظة مكونة من ورقتين أو أكثر (مع افتراض تساوى نسبة الاستثمار فى كل ورقة) فإننا نصل إلى مجموعة من المحافظة أفضل من الورقة الفردية من حيث متوسط العائد ودرجة الخطر ، وناقشنا أن التنويع بصفة عامة يعمل على تدنية الخطر الفردى للأوراق الداخلة فى المحفظة ، ولكن مع الابقاء على الخطر الاجمالى لهذه الأوراق و ما يسمى بخطر السوق الذى لا يمكن تدنيته .

ويصبح التساؤل هنا ، ما هى أفضل محفظة فى السوق وكيف يمكن الوصول إليها من حيث الأوراق المكونة لها ومن حيث نسبة الاستثمار فى كل ورقة . فى أغلب الأحوال فإن نسب الاستثمار فى الأوراق الفردية التى تكون المحفظة المثلى ليست متساوية ، يؤدى ذلك إلى ظهور مشكلة حقيقية لحساب هذه المحفظة ، لأنه إذا لم تكن هناك نسب متساوية للاستثمار ، فإننا بصدد عدد لا نهائى من المحافظ المحتملة إذا اتبعنا طريقة ماركوفيتس السابق تناولها فى الفصل السابق . وفيما يلى توضيح لهذه الملحوظة :

١- المحافظ الموجودة فى السوق بصفة عامة :

حالة تساوى نسب الاستثمار فى الأوراق المكونة للمحفظة إذا كانت السوق بها ١٠٠ ورقة ، فهناك بدائل تتراوح بين تكوين المحفظة من ورقة واحدة منهم مروراً بتكوينها من ورقتين فقط ، أو ثلاثة فقط ... أو تكوينها من كل الأوراق الموجودة فى السوق .

سوف نستخدم قانون التوافيق =



حيث ن تمثل عدد الأوراق فى السوق على عدد الأوراق الداخلة فى المحفظة . فإذا كانت مكونة من ورقة واحدة فإن :

عدد المحافظ المحتملة = ١٠٠ ق١ = ١٠٠ محفظة

وإذا كانت المحافظة المتاحة مكونة من ورقتين فإن عدد المحافظ المحتملة =

$$١٠٠ ق_٢ = \frac{١٠٠ \times ٩٩}{٢ \times ١} = ٤٩٥٠ \text{ محفظة}$$

وإذا كانت المحافظ مكونة من ثلاث ورقات فإن عدد المحافظ المحتملة

$$= \frac{١٠٠ \times ٩٩ \times ٩٨}{٣ \times ٢ \times ١} = ١٦١٧٠٠ \text{ محفظة}$$

وهكذا حتى نصل إلى المحافظ المكونة من ١٠٠ ورقة

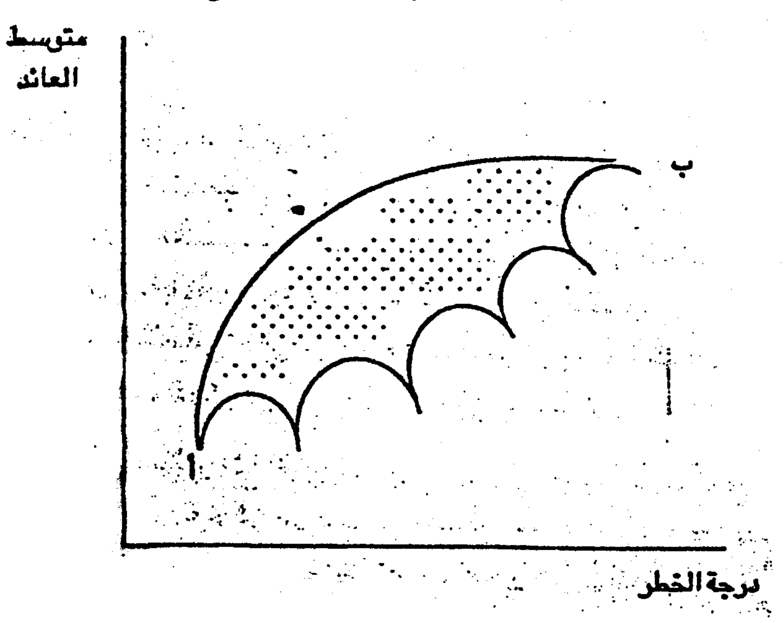
وفى هذه الحالة فإن عدد المحافظ المحتملة = ١٠٠ق$_{١٠٠}$ = ١

مجموع المحافظ الممكنة فى سوق بها ١٠٠ ورقة فردية ، مع افتراض تساوى نسبة الاستثمار =

$$\sum_{ر=١}^{ن} ن ق_ر = ١٠٠ ق_١ + ١٠٠ ق_٢ + ١٠٠ ق_٣ + ... + ١٠٠ ق_{١٠٠}$$

وهذا عدد ضخم جداً من المحافظ الممكنة، توجد مشكلة فى حسابه، حيث يحتاج ذلك إلى إلى مجهود حسابى ضخم ، لأن كل المحافظ المتاحة تحتاج إلى حساب متوسط عائدها ودرجة خطرها، حتى نختار أفضل محفظة منها من حيث الخطر والعائد .

وإذا حاولنا رسم متوسط عائد ودرجة خطر كل محفظة فى السوق فإننا نحصل على شكل يقترب من الشكل التالى :



عدد المحافظ الممكنة فى السوق

وإذا كان المستثمر رشيد ، فإنه سوف يختار تلك المحافظ التى تقع على خانة المنحنى المحدب الأعلى جهة شمال الغرب الذى يقع بين النقطتين أ ، ب فى الشكل السابق ، وهى النقاط التى تعطى أعلى عائد أمام أدنى درجة مخاطرة ممكنة . ويسمى هذا المنحنى بمنحنى الكفاءة efficient frontier .

أما فى حالة عدم تساوى نسبة الاستثمار يكون لدينا عدد لانهائى من المحافظ ، ولكن سوف تقع هذه المحافظ فى نفس المنطقة المظللة فى الشكل رقم (١) السابق فى شكل متصل . وهنا سوف يكون مستحيلاً حساب كل المحافظ المتاحة فى السوق لو كانت المحفظة مكونة من ورقتين فقط مع عدم وجود شرط تساوى نسبة الاستثمار فى الورقتين .

ولكن فى جميع الأحوال فإن المستثمر سوف يبحث عن أفضل المحافظ التى توجد على أعلى منحنى شمال غرب المساحة المظللة فى الشكل السابق .

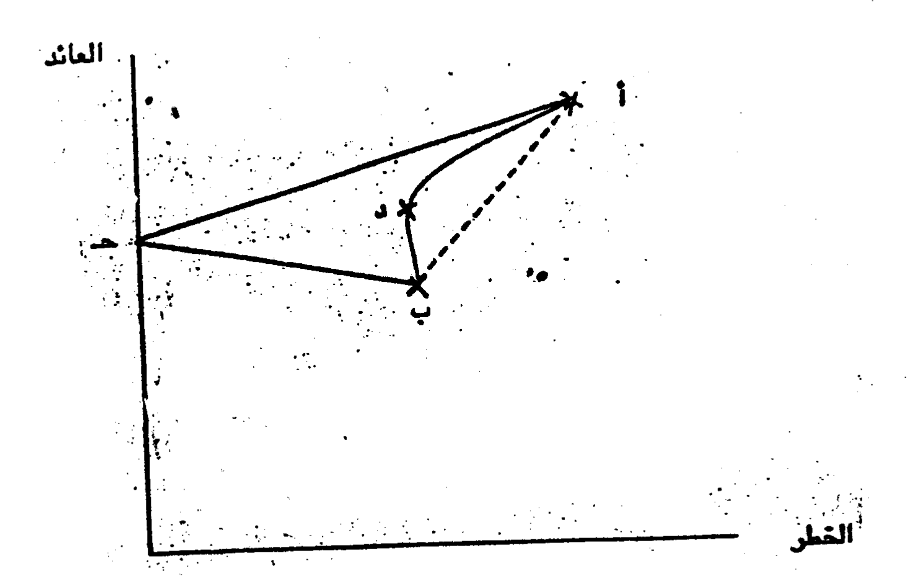
وإذا استطعنا حساب منحنى الكفاءة ، فإن المستثمر سوف يكون قراره متوقفاً على دالة المنفعة لديه . فلكل مستثمر درجة خطر يقبلها فى ظل العائد المتوقع امامها . فالمستثمر المتحفظ تماماً ، لن يقبل على الاستثمار فى أى محفظة ، فهو لا يقبل أى درجة من الخطر مهما كان العائد وفى هذه الحالة قد يقبل على الاستثمار الخالى من الخطر وهو الأوراق المالية الحكومية (أذون الخزانة والسندات الحكومية) أو ايداع أمواله فى أحد البنوك .

وإذا كان المستثمر متحفظ إلى حد ما ، فإنه سوف يقبل على المحفظة التى تعطى له أدنى درجة خطر على منحنى الكفاءة وهى النقطة أ على منحنى على المحفظة التى تعطى له أعلى عائد ، وهى المحفظة ب فى الشكل السابق .

هذا ويمكن تمثيل أفضل المحافظ (المجموعة المثلى efficient set) تقع على أعلى منحنى تجاه شمال الغرب .

هذا ويلاحظ أنه باستخدام أسلوب ماركوفيتس فإننا نحصل على عدد كبير جداً من المحافظ ، فإذا كان لدينا ورقتين ، يكون لدينا ثلاث اختيارات :

- تكوين المحفظة من الورقة الأولى فقط .
- تكوين المحفظة من الورقة الثانية فقط .
- تكوين المحفظة من الورقة الأولى والثانية مع وجود بدائل داخلية فى هذه الحالة وهى تغيير نسبة الاستثمار فى كل من الورقتين . وعلى ذلك يصبح لدينا خط متصل (يأخذ شكل منحنى محدب) .



شكل الخطر لمحفظة مكونة من ورقتين

يتوقف على طبيعة العلاقة بينهما

وفى الشكل نجد أن البدائل الثلاث ، هى إما تكوين المحفظة من الورقة أ ، أقصى يمين المنحنى ، أو تكوين المحفظة من الورقة ب فقط ، أقصى يسار المنحنى ، ولكن البديل الثالث ألا وهو المحفظة المكونة من نسب مختلفة من الورقتين وهنا يلاحظ على شكل المحافظ المكونة من نسب مختلفة من الورقتين ما يلى :

١- إذا كانت العلاقة بين الورقة أ ، ب هى علاقة طردية تماماً فإن خطر المحافظ المكونة من نسب مختلفة من الاستثمار وفى الورقتين تأخذ الخط المستقيم أ ب .

٢- إذا كانت العلاقة بين الورقتين أ ، ب علاقة عكسية تماماً ، فإن هناك نسبة معينة من الاستثمار سوف تؤدى إلى انخفاض درجة المخاطر للمحفظة لتصل إلى الصفر ، والمحافظ المحتملة تأخذ الزاوية أ جـ ب .

٣- إذا لم تكن هناك علاقة بين الورقتين أ ، ب (العلاقة = صفر) فإن المحافظ المكونة من نسب استثمار مختلفة من الورقتين تأخذ منحنى محدب يتوسط فى موقعه الخط المستقيم (قاعدة المثلث) ، وضلعى المثلث .

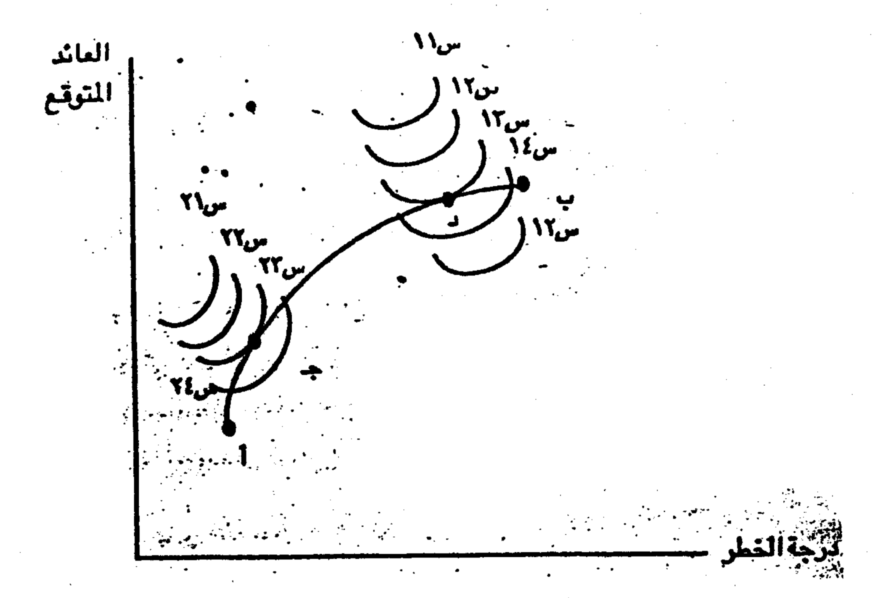
وفى الغالب لا توجد فى السوق أوراق لها علاقة عكسية تماماً، أو طردية تماماً ، أو صفرية تماماً .

مشكلة حساب الحقيبة المثلى (المحفظة المثلى) :

فى الواقع أنه توجد لدينا مشكلتين ، الأولى حساب منحنى الكفاءة والثانية المحفظة المثلى على منحنى الكفاءة ، والمشكلة الثانية حلها فى قرار المستثمر نفسه كما سبق الإشارة ، فسوف يتوقف اختيار المحفظة المثلى على منحنى الكفاءة على درجة تقبل المستثمر للخطر ، وهو ما يسمى منحنى السواء .

فإذا كان المستثمر متحفظ ، لا يقبل إلا درجات الخطر المنخفضة ، فإن منحنيات سواء ، يمكن تمثيلها بالمنحنيات س ٢١ ، س ٢٢ ، س ٢٣ ، س ٢٤ وسوف يبحث عن المحفظة التى تمس أعلى منحنى سواء لديه وهو فى هذه الحالة المنحنى س ٢٣ ، ولن يختار س ٢٤ لأنه أقل فى مستوى المنفعة ، ولن يستطيع اختبار نقاط أعلى من المنحنى س ٢٣ لعدم وجود محافظ فى الواقع العملى أعلى من منحنى الكفاءة . إذاً سوف يختار المستثمر محفظة على منحنى الكفاءة تمس أعلى منحنى سواء ممكن لديه ، وتكون نقطة التماس هنا تعبر عن المحفظة المثلى لهذا المستثمر عند النقطة جـ على المنحنى أ ، جـ ، ب .

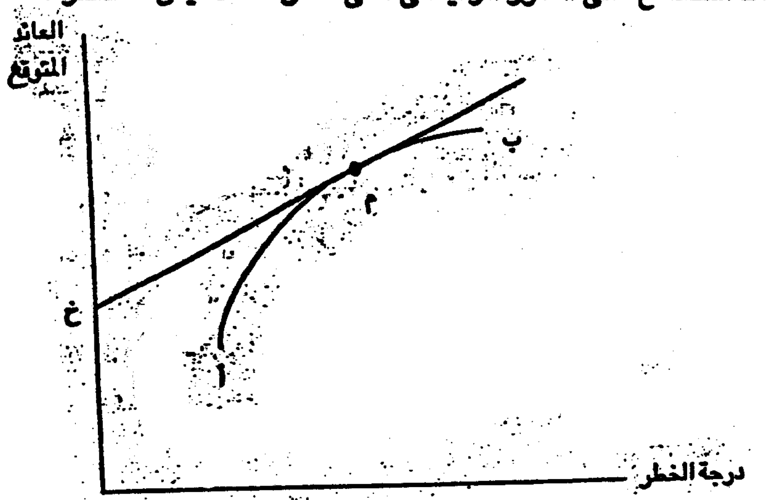
وإذا كان المستثمر متقبلاً لدرجات أعلى من الخطر ستكون فى هذه الحالة منحنيات سواءه هى س ١١ ، س ١٢ ، س ١٣ ، س١٤ ، س ١٥ وسوف يبحث بالمثل عن محفظة على منحنى الكفاءة تمس أعلى منحنى سواء لديه وهو فى هذه الحالة المنحنى س ١٣ ، وتكون المحفظة المثلى لمثل هذا المستثمر فى هذه الحالة هى النقطة د على منحنى الكفاءة أ جـ د ب .



منحنى الكفاءة ومنحنيات السواء

شكل منحنى الكفاءة فى ظل وجود استثمار خالى من الخطر:

إذا كان منحنى الكفاءة كما فى شكل التالى يتراوح بين النقطتين أ ، ب فإن المستثمر قد يقوم بالاستثمار فى أصل خالى من الخطر عند النقطة غ على المحور الرئيسى التى تمثل عائد ليس له خطر .



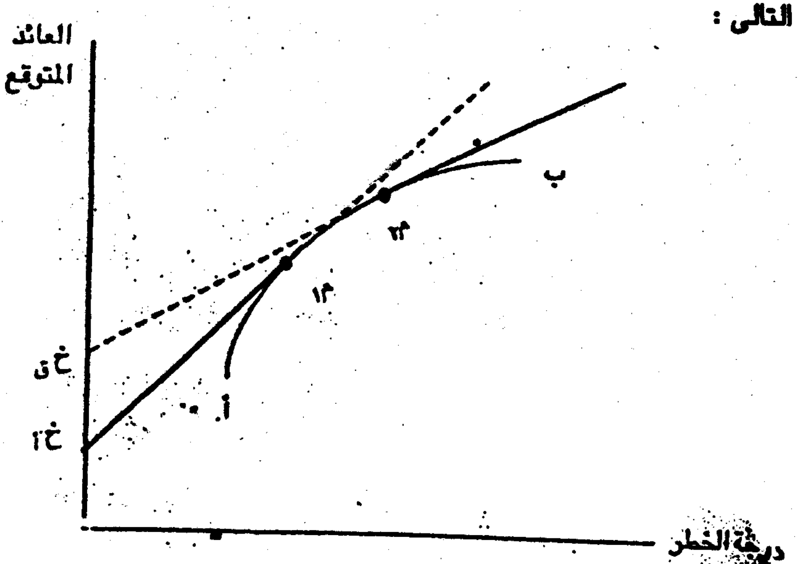
خطر الاستثمار بين العائد
الخالى من الخطر والمحفظة المثلى

وتكون بدائل الاستثمار (محفظة مكونة من استثمار فى محفظة أسهم واستثمار خالى من الخطر) هى الخط المستقيم الذى يبدأ من النقطة غ (التى تعبر عن الاستثمار الخالى من المخاطر) ماراً بالنقطة م (مماس الخط الذى يبدأ من النقطة غ ويمس منحن الكفاءة عند النقطة م) .

شكل منحنى الكفاءة مع وجود فرصة للاقتراض واستثمار الى من الخطر :

وإذا كان هناك امكانية للاقتراض بتكلفة مساوية تماماً للعائد الخالى من الخطر (اقتراض بسعر خالى من الخطر) ، فسوف يتعدى الخط أ م النقطة م لأعلى ، بمعنى انه يمكن للمستثمر فى هذه الحالة الاقتراض بسعر خالى من الخطر، واستثمار هذا القرض فى المحفظة م.

ولكن فى الواقع العملى لا يوجد اقتراض خالى من الخطر ، ولكن بسعر أعلى من العائد الخالى من الخطر ، وهو ما يمثل فى الشكل التالى :



حالة وجود عائد خالى من الخطر واقتراض بسعر أعلى
مع الاستثمار فى أوراق مالية

يمثل الخط خ م ١ الاستثمار فى كل من محفظة أوراق مالية م١ على منحنى الكفاءة وأصل خالى من الخطر ، ويمثل الخط خ ق م ٢ الاقتراض بسعر أعلى من السعر الخالى من الخطر والاستثمار فى المحفظة م٢ على منحنى الكفاءة .

بذلك تنحصر بدائل الاستثمار فى حالة الاستثمار فى أصل خالى من المخاطر والاقتراض بسعر أعلى من العائد الخلى من الخطر والاستثمار فى محافظ أوراق مالية على منحنى الكفاءة إلى المنحنى م ١ م ٢ بدلاً من أ ب .

ويفهم من ذلك ، أن فى حالة الاقتراض بسعر أعلى من العائد الخالى من الخطر ، فإن المستثمر سوف يبحث عن محفظة أعلى من حيث العائد لتغطى تكاليف الاقتراض .

لاحظ هنا أن مجموعة المحافظ المثلى سوف تقع فى المنطقة المحصورة بين م ١ ، م ٢ وسوف تتمثل المحفظة المثلى للمستثمر بناء على منحنيات السواء التى تعبر عن درجة قبوله للمخاطر مخاطرمقابل العائد المتوقع ، والنقطة التى يمس فيها منحنى الكفاءة المحصور بين النقطتين م ١ ، م ٢ أعلى منحنى سواء ممكن للمستثمر هى التى تعبر عن المحفظة المثلى لذلك المستثمر.

وتبقى ملاحظة أخرى ، أن أسلوب ماركوفيتس وإن كان مفيداً، إلا أنه يحتاج كما سبق الإشارة إلى عمليات حسابية ضخمة لها تكلفة من حيث المال والوقت والمجهود المبذول .

ونخرج مما سبق بالملاحظات التالية :

١- يعتمد بناء محفظة الأوراق المالية فى مدخل ماركوفيتس على حساب العائد المتوقع والتبادين وتغاير عائد كل ورقة مع ورقة موجودة فى السوق . وهو ما يعنى أنه إذا كان لدينا ١٠٠ ورقة فى السوق ، فإننا سوف نحتاج إلى ٥١٥١ عملية حسابية قبل إجراء عملية تحديد منحنى الكفاءة والمجموعة المثلى (فى ظل افتراض تساوى نسبة الاستثمار وهذا أمر غير واقعى فى حد ذاته) .

٢- يكون مدخل مركوفيتس أساسى وضرورى لفهم نظرية المحفظة بالرغم من المجهود الحسابى الضخم اللازم .

٣- ان التنويع يقوم بتدنية المخاطر الفردية للأوراق المالية الداخلية فى المحفظة لاستبعاد خطر السوق ، وأنه يمكن كذلك الاقتراب من محفظة السوق بواسطة عدد من الأوراق المالية أقل بكثير من عدد الأوراق الكلية ، ويختلف هذا العدد من آن لآخر . وتعطى مثل هذه المحفظة عائد وخطر يقترب كثيراً إلى خطر السوق .

٤- يتكون عائد السوق من المتوسط المرجع لعوائد الأوراق المالية الفردية فى السوق حيث عائد السوق المتوقع = مجموع عوائد الأوراق فى السوق × نسبة الاستثمار فى كل ورقة

$$\bar{ع}_{س} = \sum_{و=1}^{ن} ع_{و} \times ك_{و} \quad .... \quad (1)$$

وكما سنرى يتميز نموذج تسعير الأصول الراسمالية فى بناء محفظة مثلى للأوراق المالية بأنه يحتاج إلى مجهود حسابى أقل كثيراً .

افتراضات النموذج :

إن الافتراضات القائم عليها نموذج تسعير الأصول الراسمالية تعمل على تبسيط عملية بناء المحفظة، وهذه الافتراضات هى كما يلى:

١- يقوِّم المستثمرون المحافظ بالنظر إلى العائد المتوقع والانحراف المعيارى للمحافظ خلال أفق فترة زمنية واحدة .

٢- يبحث المستثمر دائمًا عن أعلى ربح ممكن ، لذلك عندما يقومون بعملية المفاضلة بين محفظتين متماثلتين ، فسوف يختارون الأعلى فى عائدها المتوقع .

٣- يحول المستثمرون الخطر ، ولذلك عندما يقومون بعملية المفاضلة بين محفظتين متماثلتين ، فسوف يختارون المحفظة ذات الانحراف المعيارى (الخطر) الأقل .

٤- تقبل الأصول الفردية للقسمة إلى أبعد مدى ، بمعنى أن المستثمر يمكن أن يشترى جزء من السهم إذا رغب فى ذلك .

٥- يوجد معدل عائد خالى من الخطر ، الذى قد يقوم عنده المستثمرون بالاستثمار أو الاقتراض .

٦- لا تكون الضرائب وتكلفة المبادلات موضعاً للاهتمام .

ويضاف إلى هذه الافتراضات ما يلى :

٧- المستثمرين ينظرون إلى نفس الفترة الزمنية الواحدة .

٨- معدل العائد الخالى من الخطر واحد لكافة المستثمرين .

٩- تكون المعلومات موجودة بدون عوائق وفورية لكافة المستثمرين .

١٠- تكون توقعات المستثمرين متجانسة بمعنى أن لديهم نفس الانطباع بالنظر إلى العائد المتوقع، والانحراف المعيارى، وتغاير المحافظ.

حيث إذا اختلفت معايير الأفق الزمنى ، والعائد الخالى من الخطر واختلاف التوقعات فسوف تختلف المحفظة المثلى .

وبذلك يقوم نموذج التسعير للأصول الرأسمالية بتضييق نطاق الموقف إلى أقصى حد ، وكل المستثمرين يقومون بتحليل نفس المعلومات بنفس الطريقة ويصلون إلى نفس النتائج .

خط سوق رأس المال :

نظرية الانفصال *Separation Theory* :

فى ظل الافتراضات السابقة ، وعندما يقوم المستثمرون بالتحليل فسوف يصلون إلى نفس منحنى الكفاءة الذى تقع عليه المجموعة الكفء Efficient Set التى تقع عليها المحفظة المثلى لكل مستثمر والتى تتمثل فى تماس منحنى الكفاءة ويدخل فى تكوينها نفس الأوزان ولكن بنسب مختلفة عند كل نقطة، اى انه بالرغم من اختلاف المحفظة المثلى من مستثمر لآخر (يرجع هذا الاختلاف فى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى اختلاف درجات قبول الخطر المستثمر) ، إلا أن مكونات هذه المحافظ متماثلة من حيث الأوراق المالية الداخلة فى تكوينها، والفارق هو نسبة الاستثمار فى كل ورقة. ومع وجود الأصل الخالى من الخطر، فإن المستثمرين سوف يقومون بتوزيع أموالهم على الأوراق ذات الخطر والخالية من الخطر بنسب متفاوتة تحقق لكل منهم المجموعة المفضلة من حيث العائد والخطر .

وعلى ذلك يمكن الوصول إلى المكونات المثلى للأصول الخطرة للمستثمر بدون معرفة درجة تفضيل المستثمر للعائد والخطر الذى يمثله منحنى السواء الخاص به وذلك ما يسمى **بنظرية الانفصال** ، ويعنى ذلك أن كل المستثمرين يواجهون نفس مجموعة الكفاءة الخطية التى تتضمن الاستثمار فى محفظة تماس مختلطة بدرجات متفاوتة من الاستثمار والاقتراض الخالى من الخطر .

ويواجه كل شخص فى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نفس المجموعة الكفء الخطية كما سبق الإشارة إليه ، بمعنى أن كل شخص سوف يستثمر بمحفظة التماس والمختلطة بمبلغ معين للاستثمار أو الاقتراض الخالى من الخطر والذى يعتمد على منحنى السواء الشخصى .

ويلاحظ ان محفظة سوق رأس المال تحتوى على كافة الاستثمارات فى هذا السوق بأنواعها وليست قاصرة فقط على سوق الأوراق المالية ،

ولكن كما نرى النقاط التالية أن محفظة سوق الأوراق المالية هى حالة خاصة من سوق راس المال .

محفظة السوق *Market Portfolio*:

محفظة السوق هى تلك المحفظة التى تحتوى على استثمار فى كل الأوراق حيث تصبح نسبة الاستثمار فى كل ورقة معتمدة على سعرها النسبى فى السوق حيث تساوى القيمة السوقية النسبية للورقة المالية ببساطة القيمة السوقية للورقة مقسومة على القيمة السوقية الكلية لكل الأوراق الموجودة فى السوق .

تلعب مسألة محفظة السوق دوراً أساسيًا فى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لأن المجموعة المثلى تحتوى على استثمار فى محفظة السوق بلاضافة إلى مبلغ مرغوب للاستثمار أو الاقتراض خالى من الخطر . لذلك فإن الاجراء المعتاد هو الرجوع إلى محفظة التماس كمحفظة للسوق . وتحتوى محفظة السوق ليس فقط على أسهم عادية ولكن تحتوى أيضاً على أنواع أخرى من الاستثمارات مثل السندات ، الأسهم الممتازة ، العقارات . وفى الممارسة يقتصر الحديث عن محفظة السوق على السهم العادية فقط كما سبق الاشارة .

وتظهر هنا أهمية المؤشرات المالية التى تعبر عن محفظة السوق ، فقد يكون المؤشر المالى معبراً عن سوق الأوراق المالية ككل ، وفى الغالب يحسب المؤشر على أساس عينة من الأسواق المالية الممثلة للسوق ككل . ومن أمثلة تلك للمؤشرات Dow Jones, S & P500 فى الولايات المتحدة الأمريكية و CAC فى فرنسا، Niky فى اليابان ، مؤشر المجموعة المالية فى مصر بالاضافة إلى المؤشر العام للسوق الذى تصدره هيئة سوق المال .

تبسيط عملية حساب المحفظة المثلى :

يكون الهدف من تكوين المحفظة المثلى هو الحصول على عائد السوق وخطر السوق وهو ما يعنى الوصول إلى منحنى الكفاءة ، ولأن

عائد المحفظة المثلى مكون من متوسط عوائد الأوراق المالية فى السوق مرجحاً بنسب الاستثمار فيها بما يعنى أن :

عائد المحفظة المتوقع = مجموع عوائد الأوراق مرجحة بنسب الاستثمار فيها :

$\overline{\text{ع}}_{\text{م}} = \text{مجـ}_{\text{ر}=1}^{\text{ن}} \; \text{ع}_{\text{و}} \, \text{ك}_{\text{و}}$ .... (٢)

$$R_p = \Sigma X_i R_i$$

ولقد اثبت أن هناك علاقة بين عائد الورقة المالية وعائد السوق ممثل فى المعادلة التالية :

عائد الورقة = مقدار ثابت + معامل انحدار عائد الورقة مع عائد السوق + خطأ عشوائى :

$\overline{\text{ع}}_{\text{و}} = \alpha_{\text{و}} + \text{ب}_{\text{و}} \, \text{ع}_{\text{س}} + \text{ج}_{\text{و}}$ .... (٣)

$$R_i = \alpha_i + B_i R_i = e_i$$

وهذه المحاولة هى أساس عملية التبسيط حيث تم اللجوء إلى حساب العلاقة بين الورقة والسوق بدلاً من علاقة الورقة بكل ورقة فى السوق وهو ما قلل عدد العمليات الحسابية اللازمة كما سنرى .

ويمكن إعادة كتابة المعادلة (٢) بدلالة المعادلة (٣) كما يلى :

عائد المحفظة = (مجموع المقدار الثابت لعوائد الأوراق مرجحاً بنسب الاستثمار فى الأوراق) + (مجموع معاملات انحدار عوائد الأوراق مع عائد السوق مرجحاً بنسب الاستثمار × عائد السوق)

ن ن
ع م = مجـ أ + مجـ ب و ع س ....(٤)
و = ١ و = ١

$$R_p = \sum_{i=1}^{n} X_i \alpha_i + \sum_{i=1}^{n} X_i B_i R_m$$

ونصل من المعادلة (٤/١٠) إلى أن المقدار الثابت لعائد المحفظة = مجموع المقدار الثابت لعوائد الأوراق المالية مرجحاً بنسبة الاستثمار فى كل ورقة مالية .

أ م = مجـ أ و ك و .... (٥)

$$\alpha_p = \Sigma \alpha_i X_i$$

وكذلك نصل من المعادلة (٤/١٠) إلى أن :

معامل انحدار عائد المحفظة مع السوق = مجموع معاملات انحدار الأوراق مع السوق مرجحة بنسب الاستثمار .

ن
ب م = مجـ ب و ك و .... (٦)
و = ١

$$B_p = \sum_{i=1}^{n} \beta_i X_i$$

وكذلك يمكن الوصول إلى أن :

الانحراف المعيارى للمحفظة = الانحراف المعيارى لسوق × مجموع معاملات انحدار عوائد الأوراق مع السوق مرجحة بنسب الاستثمار .

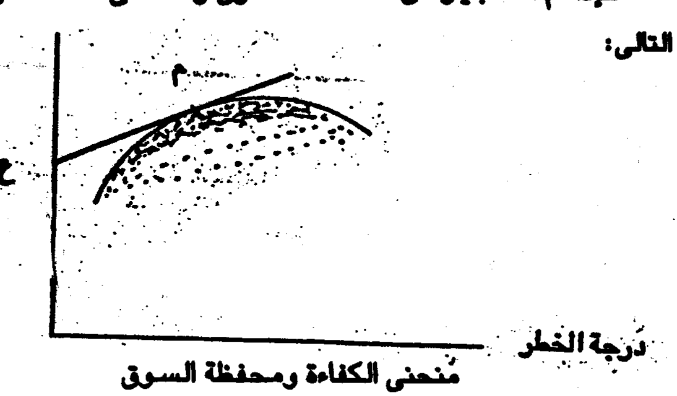
$$ف_م = ف_س \left(\underset{و=1}{\overset{ن}{مجـ}} ب_و \, ك_و \right) \quad .... \quad (٧)$$

$$\sigma_p = \sigma_m \left(\sum_{i=1}^{n} X_i B_i \right)$$

إذاً لحساب المحفظة المثلى فإننا نحتاج إلى البيانات التالية :

- العائد المتوقع للسوق $ع_س$ أو R_m (من مؤشر السوق)
- الانحراف المعيارى لعائد السوق $ف_س$ أو σ_m (من مؤشر السوق)
- معامل انحدار عائد كل ورقة مع عائد السوق $ب_و$ أو α_i
- العائد الخالى من الخطر $ع_خ$ أو R_f

فإذا تم التعبير عن محفظة السوق ومنحنى الكفاءة فى الشكل التالى:



منحنى الكفاءة ومحفظة السوق

إن خط السوق Market line هو ذلك الخط الواصل بين العائد الخالي من الخطر الذى يقع عند النقطة ع غ على المحور الرأسى ، ويمس منحنى الكفاءة عن النقطة التى تمثل المحفظة المثلى .

ونجد هنا ميل منحنى خط السوق هو الفارق بين عائد السوق ذو المخاطر والعائد الخالى من الخطر ، أى أن ميل هذا الخطر يعبر عن مقدار التغير فى العائد إذا تغيرت درجة الخطر بوحدة واحدة .

أى ان خط السوق يمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية :

عائد المحفظة المثلى =

$$\text{العائد الخالى من الخطر} + \left[\frac{\text{عائد السوق} - \text{العائد الخالى}}{\text{خطر السوق}} \right] \text{خطر المحفظة}$$

$$\overline{ع}_م = ع_غ + \left[\frac{ع_س - ع_غ}{ت_س} \right] ت_م \quad .... \quad (٨)$$

ومن خصائص خط سوق الأوراق المالية أنه يضع علاقة التوازن بين العائد المتوقع ودرجة الخطر .

ويظهر خط سوق الأوراق المالية العلاقة بين عائد الورقة المالية وعائد السوق :

$$\text{عائد الورقة} = \text{العائد الخالى من الخطر} + \text{عائد السوق} - \text{عائد الورقة} \times \text{معامل انحدار الورقة مع السوق}$$

$$ع_و = ع_غ + [ع_س - ع_و] \times ب_و$$

$$T_i = \Gamma_p + (\Gamma_m - \Gamma_i) \times B_i$$

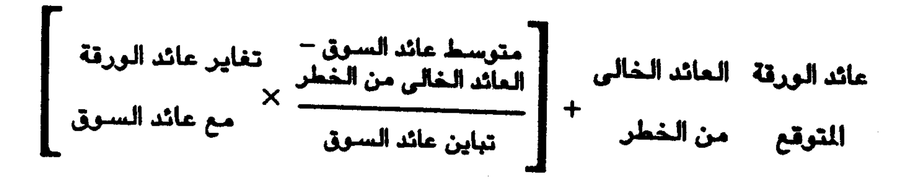
$$........ \quad (٩)$$

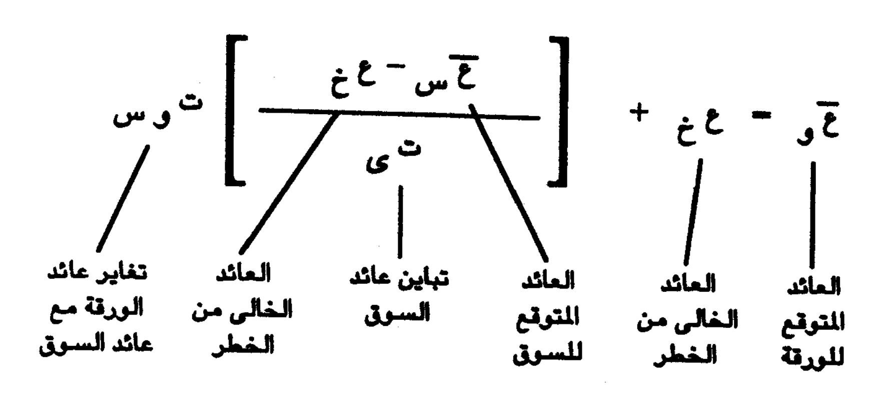
خط سوق الأوراق المالية Securities Market Line :

يختلف خط السوق Market Line عن خط سوق الأوراق المالية، فخط السوق يمثل توازن العلاقة بين العائد المتوقع والانحراف المعيارى للمحافظ المثلى . والأوراق الفردية سوف تكون دائمًا أقل من خط السوق ، حيث الورقة المالية الفردية فى حد ذاتها ليستمحفظة مثلى . يفسر الانحراف المعيارى لعائد الورقة الفردية جزء من الانحراف المعيارى لمتوسط عوائد السوق ، أو بمعنى أخر فإن الانحراف المعيارى لمحفظة السوق يستاوى الجذر التربيعى للمتوسط المرجح لتغاير كل الأوراق المالية فى السوق معمحفظة السوق ، حيث الترجيح يتمثل فى نسبة الاستثمار فى كل ورقة مالية داخلة فى تكوين محفظة السوق .

ويقوم المستثمر الذى يستخدم نموذج تسعير الأصول الراسمالية بالنظر بصفة دائمة على متوسط عائد والانحراف المعيارى لمحفظة السوق ، كيف أن كل ورقة مالية سوف تؤثر على محفظة استثماراته لتقترب أو تبتعد عن متوسطها العائد والانحراف المعيارى لمحفظة السوق ، التى يضع نظره عليها بصفة دائمة . وتعمل هذه النظرة على عمل التوازن فى السوق ، فإذا كانت الورقة الفردية تفسر جزء كبير من خطر السوق ، فيجب أن تفسر جزء كبير نسبيًا من عائد السوق ، ونعرف أن عائد الورقة يساوى عائدها المتوقع على سعرها فى السوق ، وإذا كان سعر الورقة فى السوق أعلى مما يجب ، فسوف تنخفض نسبة عائدها بالتالى ، مما يجعلها مفسرة لقدر من خطر السوق اكبر نسبيًا من تفسيرها نسبياً لقدر من عائد السوق . فلا يقبل المستثمر على مثل هذه الورقة ، وتخرج بصفة عامة من محفظة السوق ، وبذلك يزيد العرض على مثل هذه الورقة ويقل الطلب عليها ، فيقل سعرها فى السوق ، حتى يصل إلى درجة تجعل نسبة عائد الورقة لسعرها فى السوق متوازن .

ويمكن كتابة علاقة التعادل هذه بين الخطر والعائد فى المعادلة التالية :





$$\overline{\Gamma_i} = \Gamma_f + \left[\frac{\Gamma_m - \Gamma_f}{\sigma^2_m} \right] \alpha_{im}$$

(١٠) ....

من المعادلة السابقة نجد ان الأوراق ذات التغاير الأكبر (σ_m) سوف تسعر بشكل يجعلها اكبر فى عائدها المتوقع (Γ_i) . وتسمى هذه العلاقة بين التغايروالعائد المتوقع بحط سوق الأوراق المالية .

ويمكن التعبير عن خط سوق الأوراق المالية فى المعادلة التالية :

عائد الورقة المتوقع = العائد الخالى من الخطر + متوسط عائد السوق − العائد الخالى من الخطر × معامل انحدار عائد الورقة مع عائد السوق

$$\overline{ع}_و = ع_خ + (\overline{ع}_س - ع_خ)\ ب_و$$

- $\overline{ع}_و$: العائد المتوقع للورقة
- $ع_خ$: العائد الخالى من الخطر
- $\overline{ع}_س$: العائد المتوقع للسوق
- $ع_خ$: العائد الخالى من الخطر
- $ب_و$: معامل انحدار عائد الورقة مع عائد السوق

$$\overline{r}_i = r_f + (\overline{r}_m - r_f) \times B_i$$

(١١) ....

حيث $B_i = \dfrac{\sigma_{im}}{\sigma^2_m}$

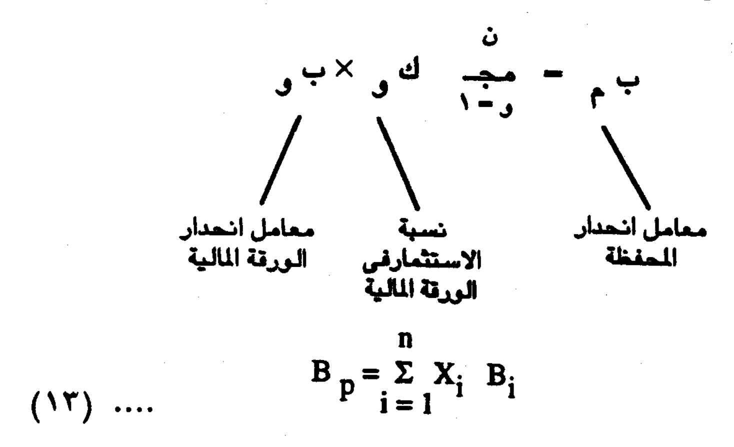
$$\text{معامل انحدار الورقة} = \frac{\text{تغاير عائد الورقة مع السوق}}{\text{تباين عائد السوق}} = \frac{ت_{وس}}{ت_س}$$

(١٢) ....

ويسمى معامل الانحدار ب « بمعامل بيتا أو « بيتا »

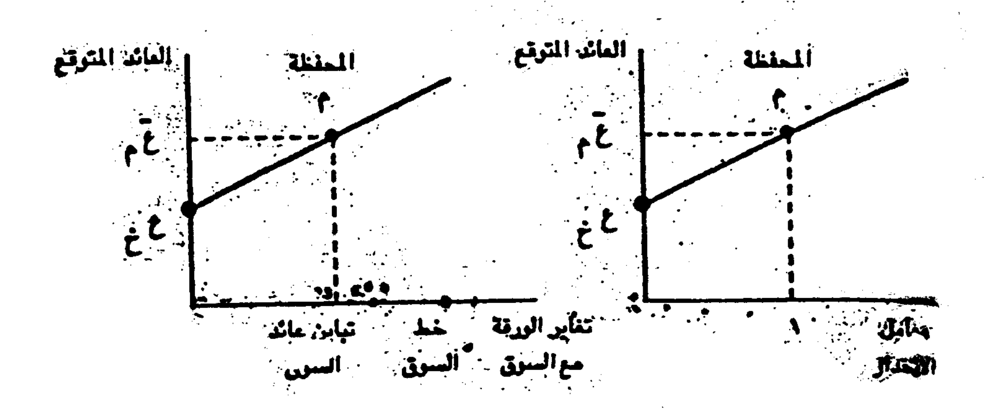
وعلى ذلك نجد أن معامل انحدار السوق بيتا ب م والمتوسط المرجح لمعاملات انحدار الأوراق المالية المكونة للمحفظة، والترجيح هو الاستثمار فى كل ورقة مالية بالنسبة لإجمالى الاستثمار فى المحفظة .

أى أن خطر الورقة المالية هو جزء من خطر السوق ، وأن معامل انحدار السوق هو متوسط مجموع انحدار الأوراق المالية الفردية مرجحة بنسب الاستثمار فى كل ورقة ، ويتم حساب معامل انحدار المحفظة على ذلك كما يلى :



$$B_p = \sum_{i=1}^{n} X_i \ B_i \quad \text{.... (١٣)}$$

ويكن تمثيل خط السوق وخط الأوراق المالية فى الشكلين التاليين



خط السوق وخط سوق الأوراق المالية

يجب بناء على منطق نموذج تسير الأصول الرأسمالية الا نعتمد فى شراء وبيع الأوراق المالية على مقدار عائد الورقة ، بل ترجمة هذا العائد فى صورة نسبة العائد المتوقع – سعر الورقة فى اسوق × ١٠٠ وقياس درجة خطر الورقة ، أى الانحراف المعيارى لعائد الورقة، فى ظل معرفة عائد السوق والانحراف المعيارى لعائد السوق ثم قياس ما يسمى بالعائد المطلوب للورقة لتسعيرها .

عدم التوازن :

ونبدأ هنا بسؤال كيف نقيس عدم التوازن فى أسعار الأوراق المالية ؟

يمكن ذلك بعدة طرق منها حساب السعر العادى أو حساب قيمة الفا (α)كما يلى :

١- قياس عدم التوازن المعتمد على التوزيع النقدى المتوقع :

ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما أشرنا يعتمد على تسعير الأسهم على سبيل المثال فى ضوء العائد المتوقع ودرجة الخطر المصاحب .

حيث يتم حساب :

العائد المطلوب = العائد الخالى من الخطر + (عائد السوق – العائد الخالى من الخطر) × معامل انحدار عائد الورقة مع عائد السوق

$$\bar{\Gamma}_i = \Gamma_f + (\bar{\Gamma}_m - \Gamma_f) \times B_i$$

ثم حساب السعر العادل Fair Value بأحد الطرق والتى منها :

$$\frac{\text{التوزيع النقدى المتوقع}}{\text{العائل المطلوب للسهم}}$$

وبالطبع تكون هناك أسهم أسعارها فى السوق أكبر أو أقل من القيمة العادلة ، وذلك ما يسمى بعدم التوازن أو سوء التسعير السوقى.

وهناك مستثمرون ومضاربون يبذلون وقتاً وجهداً للبحث عن تلك الأوراق التى بها عدم توازن فى أسعارها، حيث يتم استخدام نفس القاعدة التى وردت بالفصل السادس كما فى الجدول التالى :

مثال :

إذا كان سعر الفائدة على أذون الخزانة (السعر الخالى من الخطر) ٩٪ والعائد المتوقع لسهم شركة مطاحن شرق القاهرة ٤ جنيهات وإذا كان سعر السهم فى السوق ٥٦ جنيهاً وإذا كان معامل انحدر سهم مطاحن شرق القاهرة مع السوق هو ٨, ،وإذا كان العائد المتوقع للسوق هو ١٥٪ ، احسب :

(١) العائد المطلوب على سهم شركة مطاحن شرق القاهرة .

(٢) هل هذا السعر أكبر أم أقل من القيمة العادلة .

الحـل :

نسبة عائد سهم مطاحن شرق القاهرة = $\frac{٤}{٥٦}$ × ١٠٠

= ٧٪ تقريباً

نسبة العائد المطلوب لشركة مطاحن شرق القاهرة :

= العائد الخالى + (عائد السوق – العائد الخالى) × معامل انحدار الورقة مع السوق

= ٩ + (١٥–٩) × ٨

= ٩ + ٤,٢ + ١٣,٢٪

والعائد المطلوب أعلى من العائد الحالى لشركة مطاحن شرق الدلتا، وعلى ذلك فإن سهم شركة مطاحن شرق الدلتا مسعر بأكثر من قيمته فى السوق .

والسعر العادل له = $\dfrac{\text{العائد المتوقع توزيعه بالجنيه}}{\text{نسبة العائد المطلوبة على السهم}}$

= $\dfrac{٤}{١٣,٢}$ × ١٠٠ = $\dfrac{٤٠٠٠}{١٣٢}$ = ٣٠,٤ جنيه

قياس عدم التوازن فى السوق بطريقة ألفا α :

يمكن أيضاً قياس عدم التوازن باستخدام طريقة ألفا α ، حيث يتم المقارنة بين العائد المتوقع على الورقة المالية مع العائد التوازنى المتوقع – أى العائد المطلوب على الورقة المالية إذا تم تسعير الورقة بشكل صحيح.

وتحسب قيمة ألفا للورقة المالية بقيمة الفرق بين العائد المتوقع والعائد المطلوب .

ألفا = العائد المتوقع – العائد المطلوب

α = ع̄و – ع و .

= ع̄و – [ع خ + (ع̄س – ع خ) بو

فإذا كانت قيمة ألفا موجبة يعنى ذلك أن الورقة مسعرة بأقل من قيمتها فى السوق وإذا كانت قيمة ألفا سالبة يعنى ذلك أن الورقة مسعرة بأكثر من قيمتها فى السوق .

مثال :

قام أحد المستثمرين بعملياته الحسابية ووجد أن سهم العربية المتحدة عائده المتوقع هو ١٤ والعائد الخالى من الخطر ٩٪ ، ومتوسط عائد السوق ١٥ ومعامل انحدار هذا السهم (بيتا) مع السوق هو ٨ ، هل هذا السهم مسعر بطريقة صحيحة ؟

الحـل :

ع‾و = ع خ + (ع‾س − ع خ) بو

العائد المتوقع للورقة — العائد الخالى من الخطر — العائد المتوقع للسوق — العائد الخالى من الخطر — معامل بيتا

∴ قيمة ألف لسهم العربية المتحدة = ١٤ − [٩ (١٥−٩) × ,٨]

= ١٤ − ١٣,٦ = +,٤

وحيث أن قيمة ألفا يجب أن تساوى صفر ، إذن السهم غير مسعر بطريقة صحيحة فى ضوء حسابات هذا المستثمر ، ومسعر بأقل من قيمته .

والجدول التالى يوضح قواعد التعامل فى الأوراق المالية فى حالة عدم التوازن .

قواعد التعامل فى الأوراق المالية فى حالة عدم التوازن

توازن السعر	الوضع الحالى	التصرف البسيط	تصرفات أخرى
القيمة السوقية أكبر من القيمة العادلة overpriced أو قيمة α سالبة	أملك الورقة لا أملك الورقة	بيع الورقة فوراً عدم شراء الورقة	التعامل فى المشتقات لتوليد أرباح التعامل فى المشتقات للمضاربة
القيمة السوقية أقل من القيمة العادلة un-derpriced أو قيمة α موجبة	أملك الورقة لا أملك الورقة	الاحتفاظ بالورقة شراء الورقة فوراً	التعامل فى المشتقات للتغطية التعامل فى المشتقات للمضاربة

ومحل الاهتمام هنا هو أن استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يعمل على توازن السوق ، فمن المنطقى أنه فى حالة القيمة السوقية أعلى مما يجب ، يزيد عرض الأصل الرأسمالى (الورقة المالية) مما يؤدى إلى انخفاض سعرها فى السوق ، مما يؤدى بالتالى إلى اتجاه العائد الفعلى على الورقة نحو العائد المطلوب على الورقة ، وذلك ما يسمى التحول من عدم التوازن إلى التوازن .

وعلى الجانب الآخر ، إذا كانت الورقة المالية (الأصل الرأسمالى) مسعرة فى السوق بأقل من القيمة العادلة فمن المنطقى أن يزيد الطلب على الورقة ، مما يؤدى إلى ارتفاع سعرها فى السوق ، مما يؤدى بالتالى إلى انخفاض العائد الفعلى للورقة لتصل إلى العائد المطلوب على الورقة ، وهو أيضاً تحول من عدم التوازن إلى التوازن .

ويشار هنا إلى أن هناك نماذج أخرى للتسعير تستخدم فى التوازن فالأمر يتوقف على طبيعة التوقعات وكيفية أخذ هذه التوقعات فى الاعتبار عند بناء نموذج للتسعير .

استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فى تحديد المجموعة المثلى :

لاحظ أنه للوصول إلى منحنى الكفاءة وتحديد المجموعة المثلى ، فإننا نحتاج إلى عدد من العمليات الحسابية فى حالة افتراض تساوى نسبة الاستثمار فى الأوراق المالية كما يلى :

لكى نحسب عدد العمليات الحسابية اللازمة قبل تحليل المحفظة فإننا نحتاج إلى كل من :

- العائد المتوقع لكل ورقة مالية .
- قياس تباين عائد كل ورقة مالية .
- قياس تغاير عائد كل ورقة مالية مع عائد كل ورقة فى السوق حيث لو لدينا ١٠٠ ورقة فى السوق فإننا نحتاج إلى ما يلى :

ن عوائد متوقعة

ت تباين

$\left(\frac{ن^2 - ن}{2}\right)$ تغاير

١ عائد خالي من الخطر

يصبح مجموع البيانات المطلوبة $\frac{ن^2 + 3ن + 2}{2}$

فإذا كان لدينا ١٠٠ ورقة في السوق فإننا نحتاج إلى ٥١٥١ عملية حسابية . لكي نحسب المحفظة المثلى فإننا سوف نحتاج إلى المفاضلة بين المحافظ الممكنة وفي حالة تساوي نسبة الاستثمار في كل ورقة مالية يكون مجموع المحافظ الممكنة = $\sum_{ر=1}^{ن}$ ن ق ر

فإذا كان في السوق ١٠٠ ورقة مالية فإن عدد المحافظ الممكنة يكون كما يلي :

مجموع المحافظ الممكنة = $١٠٠ ق_{١} + ١٠٠ ق_{٢} + {}^{١٠٠}ق_{٣} + ... + {}^{١٠٠}ق_{١٠٠}$

= ١٠٠ + ٤٩٠٠ + ١٥٨١١٠ + ...+ ١

وهو عدد كبير جداً من المحافظ .

وكما نرى أنه من الصعب حساب المحافظ الممكنة في حالة تساوي نسبة الاستثمار ، لكن إذا كان هناك عدم تساوي في نسبة الاستثمار فقد يكون من المستحيل حصر كل المحافظ الممكنة واختيار أفضلها ، حيث في هذه الحالة يوجد عدد لانهائي من المحافظ الممكنة ، وحتى إذا تم استخدام الحاسب الآلي فسيكون ذلك بصورة تقريبية تعتمد على الرسم البياني أكثر من الحل الرياضي .

ولكن من خلال عملية التبسيط التى توصل إليها ويليام شارب فإننا نحتاج إلى البيانات التالية :

- العائد المتوقع لكل ورقة .
- معامل انحدار كل ورقة مع السوق (معامل بيتا) .
- معامل ألفا لكل ورقة مالية .
- متوسط عائد السوق (العائد المتوقع للسوق)
- درجة تباين عائد السوق (خطر السوق)
- العائد الخالى من الخطر .

وفى هذه الحالة سوف يكون لدينا (٣ن + ٣) من البيانات اللازم حسابها قبل إنشاء المحفظة ، فإذا كان لدينا ١٠٠ ورقة فى السوق فإننا سوف نحتاج إلى ٣٠٣ بيان وهو بالقطع عدد أقل بكثير من البيانات اللازمة فى حالة استخدام طريق ماكوفيتس التى تحتاج فى حالة وجود ١٠٠ ورقة فى السوق إلى ٥١٥١ بيان (١٧ مرة من عدد البيانات المطلوبة فى نموذج التسعير الأصول الراسمالية) . وبعد ذلك ، فى ظل معرفة العائد المتوقع للسوق ودرجة خطر السوق ، فإننا نحاول الوصول إلى المحفظة المثلى التى تماثل السوق من حيث العائد المتوقع ودرجة الخطر حيث أننانحتاج إلى محفظة قيمة ألفا فيها مساوية للعائد الخالى من الخطر ، وقيمة بيتا للمحفظة مساوية للواحد الصحيح وعلى ذلك حيث كما سبق أن ذكرنا :

بيتا المحفظة = مجموع بيتا لكل ورقة مرجحة بنسبة استثماراتها.

ألفا للمحفظة = مجموع ألفا لكل ورقة مرجحة بنسبة الاستثمار فيها .

ووفقاً لنموذج تسعير الأصول الراسمالية ، سيتم استبعاد الأوراق المسعرة بأكثر من قيمتها فى السوق لأن دخول مثل هذه الورقة فى المحفظة سيجعل عائدها أقل من السوق عند نفس درجة الخطر كما أن الأوراق المسعرة بأقل من قيمتها فى السوق سيتم ادخالها فى المحفظة

لأن مثل هذه الورقة ستجعل عائد المحفظة أكبر من عائد السوق عند نفس درجة الخطر .

تصبح المشكلة هنا كيف نحسب كل من بيتا والفا (β_i & α_i) لكل ورقة .

حساب قيمة بيتا :

تعبر بيتا عن مقدار التغير فى عائد الورقة المالية إذا تغير عائد السوق بمقدار وحدة واحدة ، وتحسب كما يلى :

بيتا = (مجموع انحرافات عوائد الورقة عن وسطها) (مجموع انحرافات عوائد السوق عن وسطها) ÷ مجموع مربع انحرافات عوائد السوق ع وسطها

$$\beta_i = \sum_{i=1}^{n} \frac{[R_{it} - R_t)(R_{im} - R_m)]}{\sum_{i=1}^{n} (R_{im} - R_{mt})^2}$$

بيتا و = [مجـ (من و = ١ إلى ن) (ع و − ع̄ ز) (ع وس − ع̄ س)] ÷ [مجـ (من و = ١ إلى ن) (ع وس − ع̄ س)٢]

مثال :

إذا كانت عوائد الورقة المالية وعوائد السوق كما يلى، احسب قيمة بيتا β :

ز	ع و	ع س
١	٨	٨
٢	١١	٩
٣	١٠	١٠
٤	١٢	١١
٥	٩	١٢

الحـل :

$$\bar{ع}_{و} = \frac{\sum_{ر=١}^{ن} ع_{وز}}{ن} = \frac{٨ + ١١ + ١٠ + ١٢ + ٩}{٥} = ١٠$$

$$ع_{ص} = \frac{\sum_{ر=١}^{ن} ع_{سز}}{ن} = \frac{٨ + ١١ + ١٠ + ١١ + ١٢}{٥} = ١٠$$

$$بيتا_{و} = \frac{\sum_{١}^{ن} (ع_{وز} - \bar{ع}_{و})(ع_{سز} - \bar{ع}_{س})}{\sum_{ز=١} (ع_{سز} - \bar{ع}_{س})^{٢}}$$

$$= \frac{(٨-١٠)(٨-١٠) + (١١-١٠)(٩-١٠) + (١٠-١٠)(١٠-١٠) + (١٢-١٠)(١١-١٠) + (٩-١٠)(١٢-١٠)}{(٨-١٠)^{٢} + (٩-١٠)^{٢} + (١٠-١٠)^{٢} + (١١-١٠)^{٢} + (١٢-١٠)^{٢}}$$

$$= \frac{٤ - ١ + صفر + ٢ + (-٢)}{٤ + ١ + صفر + ١ + ٤}$$

$$= \frac{٣}{١٠} = ٣,$$

بيتا $_{و}$ = ٣, ، أى كلمة يتغير عائد السوق بوحدة واحدة ، يتغير عائد الورقة بمقدار ٣, .

حساب قيمة ألفا :

ألفا = متوسط عائد الورقة – بيتا الورقة × متوسط عائد السوق

ألفا = ع و ز – ب و ع س ز

$$\alpha_i = R_{it} - B_i R_{mt}$$

.........(١٠/١٥)

من المثال السابق احسب قيمة ألفا للورقة

ألفا و = ع و ز – ب و ع س ز

= ١٠ – ٠,٣× ١٠

= ١٠ –٣ = ٧

فعالية حساب قيمة بيتا :

نلاحظ أنه ليست كل قيم بيتا يمكن استخدامها للتعبير عن المستقبل ، وقياس مدى تغير قيمة بيتا عن التنبؤ بالمستقبل يمكن إجراءه عن طريق معامل التحديد ، فإذا كان معامل التحديد منخفض لا يمكن الاعتماد على قيمة بيتا ، أما إذا كان معامل التحديد مرتفع فإنه يمكن الاعتماد على قيمة بيتا للتنبؤ بالمستقبل . وكذلك يمكن الاعتماد على مستوى معنوية الارتباط حيث يقبل فى كثير من الأحيان مستوى معنوية أقل من أو يساوى ٥ ٪ أو مايعبر عنه بدرجة التأكد (١ – درجة المعنوية) التى لا تقل عن ٩٥ ٪ وأكثر فى الكثير من مجالات إدارة الأعمال .

ملاحظات علي النموذج :

اعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نموذج وحيد العنصر Single Factor Model ، ولكن كما سنرى فى الفصل التالى أن عائد الأصل قد تكون له علاقة ليس فقط بعائد السوق ولكن بمتغيرات أخرى على مستوى الصناعة أو المستوى الكلى .

ووفقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، سيتم استبعاد الأوراق المسعرة فى السوق بأكثر من قيمتها ، لأن دخول مثل هذه الورقة فى المحفظة سيجعلها محفظة غير مثلى .

$$\text{MAX} \quad \overline{R}_p = \sum_{i=1}^{n} R_i X_i$$

$$\text{S.t.} \quad \Sigma X_i = 1$$

$$\Sigma \alpha_i X_i = V_f$$

$$\Sigma \beta_i X_i = 1$$

تصبح المشكلة كيف نحسب كل من بيتا β_i ، الفا α_i ، لكل ورقة .

$$\beta_i = \sum_{i=1}^{n} \frac{[R_{it} - R_t)(R_{im} - R_m)]}{\sum_{i=1}^{n} (R_{im} - R_{mt})^2}$$

$$\alpha_i = \overline{R}_{it} - B_i \overline{R}_{im}$$

مثال على بناء المحفظة باستخدام تبسيط ويليام شارب

إذا كانت لديك البيانات التالية :

	الورقة أ	الورقة ب	الورقة ج
قيمة α	١٠	١٥	٢٠
قيمة β	١,٣	٠,٩	٠,٨
السعر السوقى للورقة	٥٩	١٠٠	١٦٠

وإذا كان العائد الخالى من الخطر هو ١٠ ٪ ، ومتوسط عائد السوق هو ١٥ ٪

المطلوب :

١- ما هى القيمة الداخلية لكل ورقة ، وأيّامنها قابل أنيدخل المحفظة α .

٢- كون محفظة من الأوراق السابق يكون عائدها مثل عائد السوق.

٣- ما هى القيمة الداخلية لهذه المحفظة ؟

٤- هل عند تكوينك لهذه المحفظة سوف تحقق قيمة مضافة أم لا؟

الحل :

١- القيمة الداخلية لكل ورقة :

وهى تحدد بالقانون السابق الإشارة إليه .

$$\text{القيمة الداخلية لأى أصل} = \frac{\text{العائد المتوقع بالجنيه سنوياً}}{\text{معدل العائد المطلوب لهذا الأصل}}$$

العائد المطلوب من الأصل = العائد الخالى من الخطر + علاوة خطر السوق × بيتا الورقة

وتذكر أن بيتا الورقة هى مؤشر لعلاقة الورقة بالسوق

ويلاحظ أن علاوة خطر السوق = متوسط عائد السوق – العائد الخالى من الخطر

= ١٥٪ – ١٠٪ = ٥٪ .

العائد المطلوب من الأصل = العائد الخالى من الخطر + علاوة خطر السوق × بيتا الورقة

العائد المطلوب على الورقة أ = ١٠٪ + (٥٪ × ١,٣)

= ١٠٪ + ٦,٥ = ١٦,٥٪

العائد المطلوب على الورقة ب = ١٠٪ + (٥٪ × ٠,٩)

= ١٠٪ + ٤,٥ = ١٤,٥٪

العائد المطلوب على الورقة ج = ١٠٪ + (٥٪ × ٠,٨)

= ١٠٪ + ٤٪ = ١٤٪

∴ القيمة الداخلية للورقة :

القيمة الداخلية للورقة أ = العائد المتوقع على الورقة أ سنوياً (قيمة α للورقة أ) ÷ العائد المطلوب على الورقة أ

= ١٠ ÷ ,١٦٥ = ٦٠,٦ جنيه

القيمة الداخلية للورقة ب = $\frac{١٥}{,١٤٥}$ = ١٠٣,٥ جنيه

القيمة الداخلية للورقة ج = $\frac{٢٠}{,١٤}$ = ١٤٢,٩ جنيه

وعند المقارنة بين السعر الداخلى للورقة والسعر السوقى ، نجد ما يلى :

الورقة	القيمة السوقية بالجنيه	القيمة الداخلية بالجنيه	الملحوظة	الملحوظة
أ	٥٩	٦٠,٦	مسعرة أقل من قيمتها	قابلة لدخول المحفظة
ب	١٠٠	١٠٣,٥	مسعرة أقل من قيمتها	قابلة لدخول المحفظة
ج	١٦٠	١٤٢,٩	مسعرة أقل من قيمتها	غير قابلة

(٢) يمكن تكوين محفظة من الورقتين أ ، ب ، ولا تدخل الورقة ج لأنها مسعرة فى السوق بأكبرمن قيمتها الداخلية المحسوبة . القضية الآن هى نسب الاستثمار .

نحن نريد محفظة مماثلة لسوق من حيث معدل العائد المطلوب فإذا أخذنا ٢٥٪ من مبلغ الاستثمار ووضعناه فى الورقة أ وأخذنا ٧٥٪ من مبلغ الاستثمار ووضعناه فى الورقة ب .

بيتا المحفظة = $\sum_{ز=١}^{ن}$ بيتا الورقة ز × نسبة الاستثمار فى الورقة ز

= (,٢٥ × ١،٣) + (,٧٥ × ,٩)

= (,٣٢٥) + (,٦٧٥) = ١

∴ هذه النسب هى التى تحقق محفظةمماثلة للسوق

∴ خطرالمحفظة = ١

$$\text{عائد المحفظة} = \sum_{\text{ز}=١}^{\text{ن}} \text{نسبة الاستثمار} \times \alpha \text{ الورقة ز}$$

= (,٢٥ × ١٠) + (,٧٥ × ١٥)

= (٢,٥) + ١١,٢٥ = ٩١,٧ جنيه

(٣) القيمة الداخلية للمحفظة = $\frac{\text{عائد المحفظة}}{\text{العائد المطلوب}}$

= $\frac{١٣,٧٥}{,١٥}$ = ٩١,٧ جنيه .

(٤) القيمة السوقية للمحفظة = (,٢٥ × ٥٩) + (,٧٥ × ١٠٠)

نسبة الاستثمار فى الورقة أ	القيمة السوقية للورقة أ	نسبة الاستثمار فى الورقة ب	القيمة السوقية للورقة ب

= ١٤,٧٥ + ٧٥ = ٨٩,٧٥ جنيه .

يلاحظ أن القيمة الداخلية للمحفظة أعلى من قيمتها السوقيةمعنى ذلك انه عند تكوين مثل هذه المحفظة فإن مديرالمحفظة قد حقق قيمة مضافة قدرها :

القيمة المضافة للمحفظة= القيمة الداخلية للمحفظة – القيمة السوقية للمحفظة

= ٩١,٧ – ٨٩,٧٥ = ١,٩٥ جنيه

تتضاعف القيمة المضافة مع مضاعفات مبلغ الاستثمار .

تقييم مكونات المحفظة[1] :

يعد تقييم الأصل المالى (سهم ، سند ....) قلب عملية إدارة محفظة الأوراق المالية ، حيث يرتبط قرار الاستثمار بمدى معرفة الأصول « الغالية » لتجنبا أو تلك « الرخيصة » لشرائها ، وبمعنى أخر، الشراء بسعر منخفض والبيع بسعر عال .

أ- مداخل التقييم :

هناك مدخلان اساسيان فى عملية التقييم هما :

١- مدخل نموذج شابيرو .

٢- نموذج التوازن للأصل المالى والمعروف بنموذج السوق Capital Asset- Pricing Model .

١- نموذج « شابيرو» :

يقوم هذا النموذج بتقدير القيم السهم اعتبارا من القيمة الحالية للتوزيعات المحققة ، ويتميز النموذج بالبساطة حيث يأخذ فى الاعتبار العوامل الثلاثة الآتية لتحديد القيمة :

١- التوزيعات .   ٢- معدل نمو التوزيعات .

٣-معدل العائد المرغوب ، وهو المعدل معدوم الخطر (أى معدل سعر الفائدة على سندات حكومية طويلة الأجل) .

وبالتالى تحدد قيمة السهم (ق) كما يلى :

ق = ز (م - ر)

حيث ز : التوزيعات .

م = معدل نمو التوزيعات .

---

(١) محمد سويلم ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٨٤ وما بعدها .

ر = معدل العائد المرغوب .

مثال : قامت الشركة بتوزيع قدره ٢٥ جم عن السهم ، معدل النمو ٥٪ ومعدل العائد المرغوب فى السوق ١٢ ٪

- قيمة السهم = ١٢/٢٥ ر -٠,٥٠= ٣٥٧ جم .

٢- نموذج السوق :

يقوم هذا النموذج الذى اقترحه (كاركوفير)وقام (شارب) بتطويره على الافتراضات التالية :

١- أن المستثمرين يبغضون الخطر ، بمعنى أنهم يفضلون فى حالة تماثل العوائد اختيار الاستثمار الأقل خطراً .

٢- تجانس درجات التوقع لدى المستثمرين .

٣- تطابق أفق الإدارة لدى المستثمرين .

٤- يمكن للمستثمرين الاستثمار أو الافتراض بنفس معدل الفائدة .

٥- يمكن للمستثمرين استثمار مبالغ غير محدودة فى أى أصل مالى دون إحداث تغييرات فى توازن أو عائد أى من هذه الاستثمارات .

ويعتبر النموذج إنه لكى يمكن تقييم نوعية الإدارة المسئولة عن محفظة الأوراق المالية ، فإنه يجب أن يكون هناك (مرجع) للمقارنة ، هذا المرجع هو السوق ممثلاً فى مؤشر البورصة ، والسوق يمثل بالطبع المكان المثالى للأداء (عائد - خطر) . أما الخطر فيقصد به كلاً من الخطر المنتظم والخطر غير المنتظم .

ويمكن تمثيل النموذج فى المعادلة الآتية :

ع ث = ع م + (ع س - ع م) × معامل بيتا β

حيث : ع ث = العائد المتوقع للاستمار ، عم = المعدل معدوم الخطر ممثلاً بنسبة مئوية عن عائد سوق السندات .

ع س = العائد المتوقع عن محفظة أوراق مالية بالسوق .

معامل بيتا = مقياس « الخطر المنتظم » فى أسواق المال المعرضة للتقلبات الدورية وللتغير فى أسعار الفائدة ، مع ملاحظة أن (ع س - ع م) ×معامل بيتا تمثل مكافأة الخطر .

أما درجة التقلب Volatility فيمكن حسابها بالمعادلة الآتية :

(ل - ى) × ٢ / (ل + ى)

حيث ل = أعلى سعر للأصل المالى ى = أدنى سعر للأصل المالى وذلك للاثنين والخمسين أسبوعاً الماضية .

مثال : بفرض أن أعلى سعروصل لهسهم معين هو ٦٥٠ جنيهاً ، وأدنى سعر هو ٤٧٥ جنيهاً ، فإن درجة التقلب (أو الخطر) لهذا السهم = ٦٥٠ - ٤٧٥ × ٢/ ٦٥٠ + ٤٧٥ = ٣١٪ .

وللتعرف على الخطر المنتظم فى محفظة أوراق مالية فيكفى حساب متوسط معاملات بيتا لأسهم المحفظة مرجحين بنسبهم المتوالية فى المحفظة كما يتضح من المثال التالى :

مثال إذا كان لدينا محفظة مكونة من ثلاثة خطوط أوراق مالية أ ، ب ، ج وكانت معاملات بيتا معروفة فإن هيكل هذه المحفظة سيكون كما يلى :

خطر	بيتا	خطر	التقييم	قيمة السهم	سهم	كميات
,٣٢	١,٢٥	٪٢٤	٢٤٠٠٠٠	٨٠	أ	٣٠٠٠
,٤٦	١,١٠	٪٤٢	٤٢٠٠٠٠	٣٥٠	ب	١٢٠٠
,٣٧	,٨٠	٪٢٤	٣٤٠٠٠٠	٢٠٠	ج	١٧٠٠
١,٠٥		٪١٠٠	١٠٠٠٠٠			

يوضح المثال السابق أنه رغم أن معاملات بيتا تتراوح بين ١,٣٥ و ٠,٨٠، فإن بيتا الخاصة بالمحفظة هى ١,٠٥ بمعنى آخر فإن تنويع بسيط

ثلاثة خطوط فقط مكونة من تخفيض كبير للخطر النظامى حيث يقترب هذا الأخير كثيراً من السوق (حوالى ١) ومن الناحية العملية فإن معامل بيتا فى محفظة أورا قمالية يجب أن تتراوح بين ٨٠, - ١,٤ .

ب- تقييم السندات :

تتمثل الصعوبة الرئيسية فى عملية التقييم فى مدى دقة تحديد التدفقات المالية المستقبلية خاصة فى حالة السندات ذات العدائد المتغير حيث لا يمكن معرفة قيمة الكوبونات لعشرة أعوام على سبيل المثال وبذلك نكتفى هنا بتقييم السندات التقليدية ذات العوائد التابعة .

تعادل القيمة الحالية (ق) للسند مجموع التدفقات المالية مرجحة بمعدلات القيمة الحالية وتأخذ صورة المعادلة الآتية :

حيث ق (٠) = القيمة الحالية للسند .

ك و = الكوبونات المستحقة عن كل وحدة زمنية .

ق ن = القيمة الاستردادية فى حالة الاحتفاظ بالسند حتى الاستحقاق .

ر = معدل الاستثمار المعدل الاكتوارى .

ن = استحقاق السند .

جـ- تقدير خطر سعر الفائدة :

يؤدى التقلب فى أسعار الفائدة إلى تغيير سعر السندات ويصبح من المهم بالتالى تقدير خطر انخفاض سعر السند الناجم عن ارتفاع سعر الفائدة وهناك عدة مؤشرات لتقدير ذلك منها مؤشر الحساسية ومؤشر الدوام .

١- مؤشر الحساسية Sensibility :

تقاس حساسية (ح) السند بمقدار التغير (د) فى سعره الناجم عن ارتفاع قدره ١٪ أى ح = د (ق) ÷ د (ر) .

مثال إذا تغيرت القيمة الحالية لسند معدل فائدته الثابت ١٠٪ من ١٠٠٠ جم إلى ٩٤١,١١ فى حالة ارتفاع الفائدة بنسبة ١٪ فإن حساسيته تعادل ٥,٨٩٪ .

٢- مؤشر الدوام (د) :

ويعتبر مؤشر للوقت وللحساسية معًا ويعادل العمر المتوسط للتدفقات مرجحة بمعدل القيمة الحالية فى السوق .

ويفسر هذا المؤشر على أنه مقياس متوسط عمر الأصل المالى أى كلاً من الفترة التى فى نهايتها يتم دفع نصف التدفقات مرجحة بالقيمة الحالية والفترة التى بعدها تعوض الزيادة أو النقصان فى سعر الفائدة بنقصان أو زيادة فى قيمة الأصل .

مثال :

سند قيمته ١٠٠٠جم لمدة ١٠ سنوات بمعدل ١٠٪ يتم استهلاكه فى تاريخ الاستحقاق مع العلم بأنه صدر ويسدد بقيمته الاسمية بمعدل السوق ١٠ والجدول الآتى يوضح ذلك .

جدول (٢٠) يبين التدفقات والقيم الحالية مرجحة بالفترات الزمنية

السنة	التدفق	القيمة الحالية للتدفقات	مرجحة الفترة	مرجحة بالقيمة الحالية
(١)	(٢)	(٢)	بالتدفق (١)×(٢) = (٤)	للتدفقت (٣)×(١) = (٥)
١	١٠٠	١٠٠	١٠٠	٩٠,٩١
٢	١٠٠	١٠٠	٢٠٠	١٦٥,٣٩
	..	..	...	....
١٠	١١٠٠	١١٠٠	١١٠٠	٤٢٤٠,٩٨
المجموع	٢٠٠٠	٢٠٠٠	١٥٥٠٠	٦٧٥٩,٠٢

مؤشر الدوام يعادل ٦,٧٦ سنة أى أن ارتفاع فى معدل السوق قدره ١٠٠نقطة أساسية (١٪) سيؤدى إلى انخفاض قدره ١٥ ، ٦٪ (٦,٧٦

× ١ + ر) وحيث ر = ١٠٪ من القيمة الحسابية للسند وطريقة الحساب تلك تبقى تقريبية طالما لا تأخذ فى اعتبارها قياس التحدب وهو ما سنتناوله حالاً ويلاحظ أن درجة حساسية السند لخطر سعر الفائدة ترتبط بالمدة طالما طالت تلك المدة طلما ارتفعت الحساسيةويفيد مؤشر الدوام فى تقدير ح الحساسية حيث تأخذ فى اعتباره كل مكونات السند كما أوضحنا هذا ويمكن ايجاد حساسية السند (ح) اعتباراً من مؤشر الدوام (د) حيث ح ح = د+ (١+ر) .

٣- مقياس التحدب Convexity :

هو مقياس حساسية الدوام وله أهمية كبيرة خاصة فى حالات التقلب الشديد فى أسعار الفائدة وحيث يجب أخذه فى الاعتبار عند إدارة محفظة سندات .

مثال : يأخذ بيانات المثال السابق الذى خرجنا منه بمعدل دوام قدره ٦,٧٦ سنة فإن درجة الحساسية الدقيقة لهذا السند هى فى الواقع ٥,٨٩ ٪ وليس ٦,١٥٪ بسبب التحدب

-٦,١٥ + ٢٩ - (١ + ١٠٪) - ١

ويلاحظ أن أخذ هذا المؤشر فى الاعتبار يسمح بتحسين عملية تقدير عيوب تشكيل منحنى اسعار الفائدة term structure وبما يؤدى إلى تعظيم تغطية أخطارها .

د- موقف افتراضى لتكوين المحفظة :

تشير النظرية الحديثةلمحافظ الأوراق المالية أن المستثمر الذى يرغب الحصول على عائد ٢٠٪ فوق متوسط سوق صعودى فإنه يجب أن يقبل خسارة تعادل ٢٠٪ فوق المتوسط سوق هبوطى تأتى خطة تالية تتمثل فى تكوين محفظة تتوافق مع الأهداف المرسومة هذا التكوين يجب أن يسمح بالحصول على العائد المطلوب بأقل خطرممكن مع الأخذ فى الحسبان اتجاهات السوق وكذلك العوامل التالية المتعلقة بالمستثمر نفسه ثروته وقدراته الادخارية .

- طباعه الخاصة ومدى تقبله للخطر .
- عمره وحالته العائلية .
- مدى خبرته بأسواق المال .

هذا المستثمر يجب أن يدرس الفئات المختلفة للأصول المالية التى يمكن أن تتكون منها المحفظة على سبيل المثال أسهم عادية سندات بعائد ثابت وصناديق استثمار ثم يقوم العائد والخطر المنتظر من كل فئة من الفئات الثلاث ويقاس الخطر بالانحراف المعيارى للعوائد السنوية فى صورة نسبة مئوية وقد تكون النتيجة كما يلى :

الأصل المالى	العائد	الخطر
أسهم	١٦٪	٢٠٪
سندات	١٠٪	٦٪
صناديق استثمار	ز٪	١٪

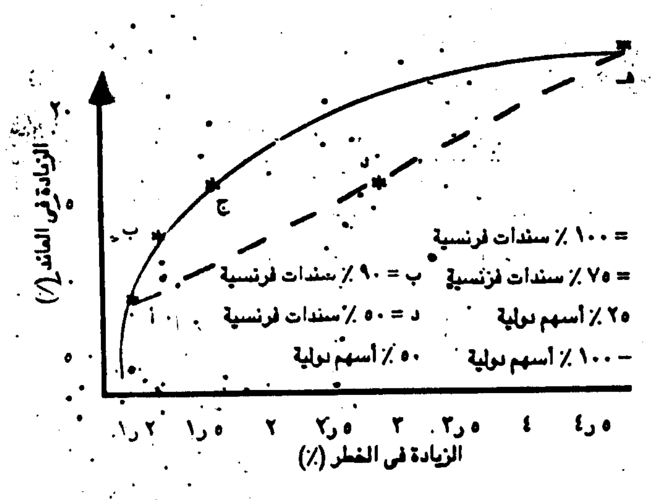
ومن المعلومات السابقة يمكن تكوين الجدول التالى الذى يسمح بالمقارنة بين عدة محفظات مكون من معطيات السوق ويلاحظ أن المحفظة رقم (١) التى تحقق عائداً سنوياً قدره ١٦٪ ويمكن ان تعطى عائداً أقصى ٣٦٪ فى حالة سوق صعودى و٤٪ فى حالة سوق هبوطى ومبعدل خطر قدره ٢٠٪ .

المحفظة	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)
	٪	٪	٪	٪	٪	
أسهم	١٠٠	٨٠	٦٠	٤٠	٢٠	-
سندات	-	٢٠	٤٠	٦٠	٣٠	٢٠
صناديق استثمار	-	-	-	-	٥٠	٨٠
الخطر	٢٠	١٤,٨	١٣,٦	١٢,٤	٩,٧	٧,٦
متوسط العائد	١٦	١٧,٢	١٤,٤	١١,٦	٦,٣	٢,-
العائد الأقصى	٣٦	٣٢	٢٨	٢٤	١٦	٩,٦
العائد الأدنى	٤-	٢,٤-	,٨-	,٨	٣,٤	٥,٦

هـ- تنويع المحفظة :

ان المحفظة المنوعة جيداً يجب أن تحتوى على أسهمًا من كل قطاعات النشاطات الاقتصادية هذه القطاع تشمل :

- المنتجات الأساسية بترول ، كيماويات .
- الإنشاء : أدوات إنشاء - مبانى .
- المعدات الرأسمالية : معدات آلية، نقل
- السلع الاستهلاكية طويلة الأجل : سيارات .
- السلع الاستهلاكية قصيرة الأجل : أدوية - ملابس .
- السلع الغذائية : مشروبات الخدمات : توزيع - نقل - فنادق - المنشآت المالية : بنوك ، تأمين . وإذا كان التنويع يسمح بالتعويض بين الاخطار بعضها البعض وبالتالى تقليل الخطر الكلى للمحفظة فإنه يسمح أيضًا بتحسين العائد وبدون زيادة الخطر بنفس النسبة كما يتضح من الشكل التالى :



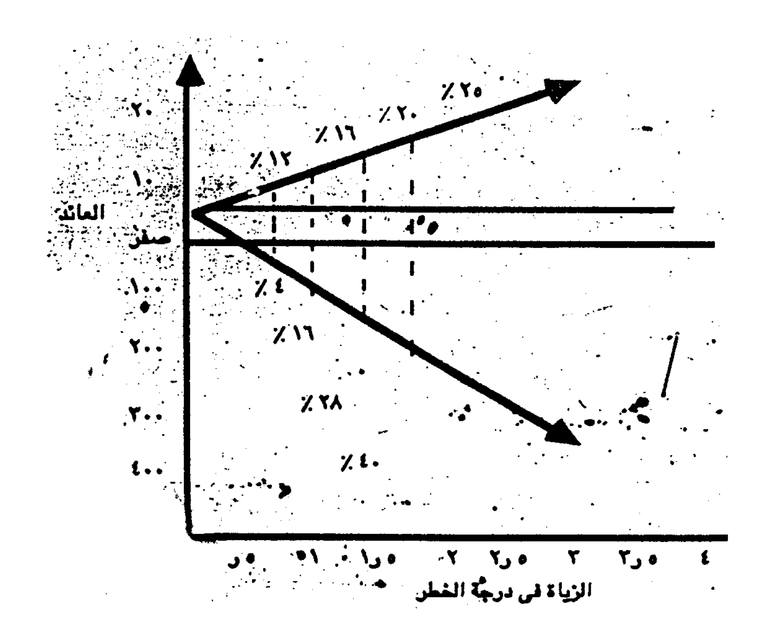
شكل يبين التنويع والخطر

ويقارن هـذا الشكـل بين خمس محـافظ أوراق مـاليـة مكونـات تكويناً مختلفاً وكلمـا ادخل مزيداً من الأسهم زاد العائد ولكن مع زيادة الخطر .

و- اختيار الأسهم :

عقب تحـديد نسبـة الأسـهم وعـدد الخطوط فى المحـفظة وكذلك مـعامل بيتـا للخطر الأقصى المقبـول فـإن المستـثمـر يجب أن يخـتـار الأسـهم الملائة لقطاع النشاط المرغورب هذا الاختـيـار يـخضـع لعـدد من المعايير :

المعيار الأول : هو معيار الخطرممثلاً فى معـامل بيتا كما يتضح من الشكل التالى :



شكل يبين معامل بيتا

من الشكل نلاحظ أن تحديد معامل بيتا ب ١,٥ يعنى عائداً قدره ٢٠٪ فى حالة اتجاه صعودى و٢٨٪ فى حالة اتجاه هبوطى هذا النوع من الأشكال يصمح بالتالى للمستثمر أن يحدد أهداف الاستثمار لمدى بعيد .

– المعيار الثانى : يتمثل فى مؤشر السعر للربح PER ، وذلك للمقارنة بين الأسهم وبعضها البعض وبينها وبين السوق ككل ويتم اختيار الأسهم التى نسبتها مؤشرها أقل من السوق أو بين قطاع النشاط ورفض تلك التى مؤشرها أعلى من السوق .

الملاحــق

ملحق رقم (١)

أهم القوانين المنظمة لبورصة الأوراق المالية المصرية

١- قانون هيئة سوق المال رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ :

وأهم مـا تضــمنه هذا القـانون هـو ترك البـورصـة لأداء وظيفـتـهـا وتسيير أمورها ذاتياً حيث ورد النص الآتى :

« لا يجـوز للهـيئة التـدخل فى أسعـار الأوراق المالية بكافـة أنواعها بيعاً أو شراء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة » .

٢- القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية :

وتضـمن أحكامًا خـاصـة بـشـركـات تكوين وإدارة مـحـافظ الأوراق المالية وشركات الـسـمسـرة ، كمـا تضمن أحكاماً خاصة بإيداع الأوراق المالية لدى جهة إيداع مركزى متخصصة .

وسنعرض فيما بعد أهم ما جاء بهذا القانون وتعديلاته .

٣- القرار الجمهورى رقم ٥١ لسنة ٩٧ :

وهو خـاص بـالأحكام المنظمـة لإدارة بـورصـتى الأوراق المـاليـة بالقـاهـرة والاسكندرية وشـئـونهـا المالية ، ومن مـلامـحـه تقليص دور البورصـة فى التسـيير الذاتى من جهة ودورهـا الرقابى والفنى من جهة أخرى .

٤- أهم ما جاء به القانون ٩٥ لسنة ٩٢ وتعديلاته :

- تم إلغاء نظام التداول بالمناداة وإستبداله بالتداول بالحاسب الآلى.
- تم إدمـاج بورصـتى الأوراق المالـية بالقـاهرة وبالاسكـندرية فى

البورصة المصرية وربطهما بشاشة تداول واحدة .

● إلزام الشركة التى تصدر أوراقاً مالية وتقيدها فى البورصة بأن تقيد تلك الأوراق لدى شركة الإيداع والقيد المركزى (وهى شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى) بحيث يتم التعامل عليها بعد ذلك ونقل ملكيتها وقيد الرهن عليها عن طريق إجراء تغيير فى القيد الدفترى وحده لدى شركة الإيداع ودون الحاجة للتعامل على صكوك الأوراق ذاتها الأمر الذى ييسر تداول الأوراق المالية ورهنها ويقلل فرص التلاعب بصكوكها والمشاكل التى يثيرها تلفها أو فقدها أو عدم وضوح المستفيد منها ، والمبدأ الذى تسير عليه شركة الإيداع هو مبدأ تسليم الأوراق المالية مقابل سداد ثمنها ... والقيد المركزى يحل محل سجلات المساهمين لدى الشركات المصدرة للأوراق المالية .

● لم يلزم القانون الشركة المساهمة بقيدها بالبورصة بل ترك ذلك بناء على طلب الشركة المصدرة للأوراق المالية .

● يتشكل مجلس إدارة البورصة « بالاسكندرية أو القاهرة » من :

عدد	
١	أعضاء يمثلون الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية « بالإنتخاب » .
٢	أعضاء يمثلون البنوك التجارية يختارهم اتحاد البنوك .
١	عضو عن البنك المركزى يختاره محافظ البنك .
١	عضو عن هيئة سوق المال يختاره رئيس الهيئة .

ويعين رئيس مجلس الإدارة بقرار من رئيس مجلس الوزراء ويختار من الشخصيات ذوى الخبرة العالية فى مجال الإقتصاد والمال .

● توزيع الإختصاصات بين هيئة سوق المال والبورصة وهيئة الرستثمار ومصلحة الشركات ، والتنسيق بينهم وبين البنك المركزى والجهاز المصرفى لتحقيق التكامل بين السياستين النقدية والمالية مع وزارتى الإقتصاد والمالية .

صندوق ضمان التسويات :

وافق مجلس إدارة هيئة سوق المال على إنشاء صندوق ضمان التسويات ليبدأ نشاطه اعتباراً من يناير ٢٠٠٠ ويستهدف الصندوق مواجهة المخاطر المترتبة على عدم التسويات النقدية وتسليم الأوراق أو ما يحل محلها فى المواعيد المحددة من خلال ضمان تسلم بائع الأوراق المالية لمستحقاته النقدية وضمان تسلم المشترى ما يفيد ملكيته للأوراق المشتراة .

والصندوق يعتبر جهة مستقلة تماماً عن شركة مصر للمقاصة والتسوية رغم أنه يباشر نشاطه من خلالها .

وموارد الصندوق تأتى من التأمين الذى تدفعه شركات السمسرة . ويتم الخصم من موارد الصندوق فى حالة عدم سداد ثمن شراء الأوراق المالية أو حالة عدم تسليم الأوراق المالية المباعة .

ملحق رقم (٢)

بيانات شركات السمسرة
العاملة فى بورصة الأوراق المالية بالاسكندرية

مسلسل	الاسم	العنوان	التليفون
١	شركة الخير لتداول وإمساك سجلات الأوراق المالية .	٢ شارع سنان عمارة الجراية أمام قسم المنشية .	٤٨٠٣٧٦٧
٢	الشركة الوطنية للسمسرة فى الأوراق المالية .	٨ شارع كنيسة دبانة – العطارين .	٣٨٤٤٥٤٤ ٤٨٤٢٨٨٣ ت بورصة : ٤٨٤٤٤٣٢
٣	شركة الصفا للسمسرة فى الأوراق المالية .	٢٠ شارع صلاح سالم – العطارين .	٤٨٣٤٠٣٠ ٤٨٣٠٢٠٦
٤	الشركة الدولية للسمسرة فى الأوراق المالية .	٩ ميدان عرابى – المنشية .	٤٨٢٠٥٠٥ ٤٨٠٨٠١ ٤٨٤٤٤٥٦ ٤٨٤٤٤٤٥
٥	شركة الياسمين للسمسرة فى الأوراق المالية .	٤٦ طريق الحرية – محطة الرمل .	٤٨٤٤٢١٦ ٤٨٤٤٢١٧
٦	شركة باب الملوك لتداول الأوراق المالية.	٢ شارع محمود عزمى – العطارين .	٤٨٣٨٥٠٤

مسلسل	الاسم	العنوان	التليفون
٧	الشركة الخليجية لتداول الأوراق المالية.	١٩ شارع المشير أحمد إسماعيل – سيدى جابر المحطة .	٤٨٠٣٧٦٧
٨	شركة الكمال للسمسرة فى الأوراق المالية .	برج كونكورد الإدارى – المنشية .	فاكس : ٤٨٤١٠٤٨ ٤٨٠٦٤٥٨ البورصة : ٤٨٤١١٤٨ مساءً : ٥٧١٠٩١٢
٩	شركة اسكندرية للسمسرة فى الأوراق المالية .	١٠ شارع كنيسة الأقباط الدور الثالث.	٤٨٤١٠٢١ ٤٨٤٠٦٥٥ فاكس : ٩٥٧٩٤٥٥
١٠	شركة الأمل للسمسرة فى الأوراق المالية .	٢٢ شارع سوريا – رشدى .	٥٤٥٨٩٤٧
١١	شركة بروكرز لتداول الأوراق المالية.	٦ شارع طلعت حرب اسكندرية – الدور الرابع .	٤٨٢٥٦٩٢
١٢	شركة الخبراء الدوليون لتداول الأوراق المالية .	٢٩٣شارع بورسعيد – سيدى جابر .	٥٤١١٠٠١ ٥٤١١٠٠٢

مسلسل	الاســـم	العنـــوان	التليفون
١٣	شـركـة المحـروسـة لتداول الأوراق المالية.	٤٨ شارع بـورسـعـيد - كامب شيزار .	تليفون وفاكس ٩٥٦٩٥٦٣
١٤	شـركـة تيم لتـداول الأوراق المالية .	٩ شـــارع فـــوزى جندى مـتـفـرع من صفية زغلول .	٤٨٣١٥٦٨
١٥	شركة مصـر الدولية لتداول الأوراق المالية.	٥ شارع أحمد عرابى - المنشية .	٤٨٣٩٧٨٠
١٦	فـرع شـركـة الـكنانة لتداول الأوراق المالية.	٦٧ طريق الحـرية - الاسكندرية .	٤٩٣٣٥٣١
١٧	شـــركـــة التـكامـل لتداول الأوراق الماليـة وإمساك السجلات .	٣ شـــــارع زاويـة سلطان مـتـفـرع من شارع طلعت حرب .	تليفون وفاكس ٤٨٣٣٨٢٢

ملحق رقم (٣)

اللائحة التنفيذية لقانون البورصات

أولاً : أحكام عامة :

١- يجوز أن ينص نظام الشركة المساهمة أو التوصية بالأسهم على إصدار أسهم لحاملها بما لا يجاوز ٢٥٪ من إجمالى رأسمال الشركة المصدر منسوباً إلى مجموع الإصدارات مع وجوب الوفاء بقيمتها نقداً .

٢- يحدد نظام الشركة قيمة السهم الاسمية بحيث لا تقل عن خمس جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه .

٣- يجب أن يكون رأس المال المصدر مكتتباً فيه بالكامل على أن يدفع كل مكتتب على الأقل ربع القيمة الإسمية للأسهم النقدية فور الإكتتاب ويتم ذكر المبالغ المدفوعة من المكتتبين على صكوك الأسهم .

٤- يجوز لمجلس الإدارة أو الشريك أو الشركاء المديرين بيع الأسهم التى يتأخر أصحابها عن سداد المبالغ المطلوبة عنها .

٥- يجب على كل شركة ترغب فى إصدار أوراق مالية إخطار هيئة سوق المال بهذا الرغبة وإذا لم تعترض الهيئة خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ الإخطار كان للشركة السير فى إجراءات الإصدار .

ثانياً : حقوق أصحاب الأسهم لحاملها :

١- لأصحاب هذه الأسهم حق حضور اجتماعات الجمعية العامة للشركة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة والميزانية وحساب الأرباح والخسائر ، وتقارير مراقبى الحسابات .

٢- لحائزى هذه الأسهم الحق فى التصويت فى اجتماعات الجمعيات العامة العادية وغير العادية - وإذا رغب حائز السهم لحاملها حضور اجتماعات الجمعيات العامة - عليه أن يودع الأسهم طبقاً لقواعد إيداع الأسهم الإسمية أما فى الشركة أو أحد البنوك أو

إحدى الشركات المالية المرخص لها بذلك من الهيئة .

٣- لا يجوز تحويل الأسهم لحاملها إلى أسهم إسمية أو العكس ، ويدفع ربح السهم لحامله مقابل الكوبون المستحق عنه الربح ولو كان منفصلاً عن السهم .

ثالثا : زيادة رأس المال :

١- تتم زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة .

٢- تحدد قيمة الإصدار على أساس متوسط نصيب السهم من الإصدارات السابقة وهى القيمة العادلة لصافى أصول الشركة وقت الإصدار حسبما تحددها الشركة ويقر بصحتها مراقب الحسابات .

٣- فى حالة إصدار السهم بقيمة أعلى من القيمة الإسمية للسهم تجنب الزيادة فى حساب إحتياطى .

٤- إذا صدر السهم بقيمة أقل من القيمة الإسمية تعين على الشركة تخفيض القيمة الإسمية لأسهمها وفى كل الأحوال لا يجوز تجاوز مصاريف الإصدار الحد الذى يصدر به قرار من الهيئة والهدف من ذلك إيجاد أوراق مالية ذات قيمة حقيقية مما يحقق حماية للمستثمر .

٥- يجب تنفيذ الإكتتاب فى أسهم أو حصص الزيادة فى رأس المال خلال الثلاث سنوات التالية لصدور القرار المرخص بالزيادة وإلا اعتبر القرار كأن لم يكن ، ما لم يصدر قرار جديد فى هذا الشأن .

٦- لا ينطبق البند رقم ٥ على زيادة رأس المال الناتجة عن تحويل السندات أو صكوك التمويل وغيرها من الأوراق المالية إلى أسهم إذا كان فى شروط إصدارها الحق فى طلب تحويلها إلى أسهم .

٧- لأصحاب الأسهم القديمة الحق فى أولوية الإكتتاب فى أسهم زيادة رأس المال سواء بإصدار أسهم لحاملها أو أسهم إسمية نقدية ولا يجوز أن تقل مدة ممارسة هذا الحق عن ٣٠ يومًا تبدأ من تاريخ فتح باب الإكتتاب فى تلك الأسهم .

رابعاً : نظام الإكتتاب العام :

١- لا يجوز أن يقل رأس المال المصدر عند التأسيس لكل من الشركة المساهمة والتوصية بالأسهم التى تطرح أسهمها للإكتتاب العام عن مليون جنيه على الا يقل ما يكتتب فيه المؤسسون عن نصف رأس المال المصدر (أى لا يقل عن نصف مليون جنيه) .

٢- لا يجوز أن يزيد رأس المال المرخص به للشركات التى تطرح أسهماً لها فى إكتتاب عام على خمسة أمثال رأس المال المصدر .

خامساً : تكوين جماعة حملة السندات :

١- اجازت اللائحة تكوين جماعة من حملة السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى لحماية المصالح المشتركة لأعضائها .

٢- يجوز لحملة ٥٪ على الأقل من القيمة الإسمية لهذه الأوراق الدعوة إلى تكوين جماعة الحماية التى تتكون إذا قبل الإشتراك فى عضويتها حملة أكثر من نصف قيمة الإصدار ويكون لها ممثل قانونى والا يكون لهذا الممثل اى علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالشركة مصدرة الأوراق المالية وألا تكون له مصلحة تتعارض مع مصلحة حاملى تلك الأوراق مع وجوب إخطار الهيئة العامة لسوق المال بتشكيل الحماية واسم ممثلها القانونى .

سادساً : بورصات الأوراق المالية :

١- يتم قيد وتداول الأوراق المالية بالبورصات وفقاً لأحكام القانون والأحكام الواردة فى اللائحة التنفيذية .

٢- على البورصة إعداد وتجهيز الأدوات والوسائل الفنية اللازمة لقيد وتداول الأوراق المالية .

٣- على الشركات التى قيدت لها أوراقاً مالية فى البورصة أن توافى إدارة البورصة بالوثائق الخاصة بالتعديلات التى أدخلت على نظامها وصورة من الميزانية وغيرها من القوائم المالية وأسماء أعضاء مجلس الإدارة وذلك خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ إقرار التعديلات .

٤- ينشأ بكل بورصة سجل لقيد الأشخاص الذين يمثلون شركات السمسرة بالبورصة .

٥- تقوم هيئة سوق المال بمراقبة التداول للأوراق المالية والتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأن عقد العمليات بالبورصة غير مشوب بالغش أو الإحتيال .

٦- يجوز إنشاء بورصات خاصة لها شخصية معنوية خاصة يقتصر القيد والتداول فيها على نوع أو أكثر من الأوراق المالية - ويجب أن تتخذ الشركات العامة فى مجال الأوراق المالية شكل الشركات المساهمة أو التوصية بالأسهم .

سابعًا : فيما يتعلق بصناديق الإستثمار :

١- يجوز للشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية إنشاء صناديق إستثمار بحيث لا يقل رأس مال فى خمسة ملايين جنيه على أن يدفع النصف على الأقل عند التأسيس .

٢- يجوز لهذه الصناديق التعامل فى نحو ١٠ أمثال رأس المال .

٣- ينحصر عمل هذه الصناديق فى مزاولة استثمار أموالها فى الأوراق المالية ولا يجوز لها مزاولة أى أعمال مصرفية .

٤- أن يعهد بإدارة نشاط صندوق الاستثمار إلى جهة ذات خبرة فى إدارة صناديق الإستثمار .

٥- يجوز للبنوك وشركات التأمين إدارة صناديق الإستثمار ، وعلى أن تحصل على ترخيص بذلك من هيئة سوق المال .

ثامنًا : إتحاد العاملين المساهمين :

١- يجوز فى أى شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم تأسيس إتحاد يسمى إتحاد العاملين المساهمين لتحكيم وتسوية المنازعات أى فى حالة التظلم من القرارات الإدارية التى تصدر من الوزير أو الهيئة .

ملحق رقم (٤)

المؤشرات والنسب المالية المستخدمة في التحليل المالى

١- إجمالى الأصول :	تمثل إجمالى أصول وموجودات الشركة ، سواء كانت أصول ثابتة أو متداولة وهى تساوى أيضاً إجمالى الأموال المستثمرة .
٢- إجمالى المديونية :	تمثل إجمالى مديونية الشركة للغير من قروض وتسهيلات إئتمانية ، وهى تشير إلى مدى إعتماد الشركة على القروض الخارجية كمصدر للتمويل .
٣- الأصول المتداولة :	تمثل الأصول النقدية وغيرها من الأصول التى يمكن تحويلها إلى نقدية فى الفترة القصيرة وتشمل المخزون - الإستثمارات المالية - المديونية - حسابات مدينة مختلفة - النقدية .
٤- الخصوم المتداولة :	تمثل الجزء من مديونية الشركة المطلوب سداده فى الفترة القصيرة .
٥- رأس المال المدفوع :	يمثل رأس المال الذى تم دفعه بالفعل من قبل حملة الأسهم فى تاريخ إعداد الميزانية.
٦- الإحتياطيات والأرباح المرحلة :	عبارة عن جزء من الأرباح تجنبه الشركة لمواجهة التطورات والتوسعات المستقبلية .
٧- مجموع حقوق المساهمين :	عبارة عن مجموع حقوق الملكية وتشمل رأس المال المدفوع والإحتياطات والأرباح المرحلة .

٨- عدد الأسهم المكتتب فيها :	ويمثل عدد الأسهم التى تم الإكتتاب فيها بالفعل .
٩- صافى الربح (الخسارة) :	يمثل صافى الأرباح المحققة بعد خصم الضريبة .
١٠- نصيب السهم من صافى الربح (الخسارة) قرش :	يمثل حصة السهم العادى من صافى الأرباح بعد الضريبة ويحسب كما يلى : صافى الربح بعد الضريبة / عدد الأسهم المكتتب فيها .
١١- التوزيع النقدى للسهم (بالقرش) :	يمثل حصة السهم العادى من التوزيعات الفعلية للأرباح ويحسب كما يلى : الأرباح المقرر توزيعها / عدد الأسهم المكتتب فيها .
١٢- الربح النقدى الموزع إلى صافى الربح ٪ :	يمثل حصة السهم من الربح الموزع مقارنة بنصيب السهم من صافى الربح بعد الضريبة وتحسب كما يلى : الربح النقدى الموزع / صافى الربح .
١٣- الربح النقدى الموزع إلى حقوق المساهمين ٪ :	يمثل العائد النقدى الفعلى الذى يجنيه المستثمر نتيجة لإستثمار أمواله بالشركة ويحسب كما يلى : الربح النقدى الموزع / حقوق المساهمين .
١٤- صافى الربح (الخسارة) إلى رأس المال ٪ :	يمثل العائد على رأس المال المدفوع ويقيس نسبة صافى الأرباح بعد الضريبة إلى رأس المال ويحسب كما يلى : صافى الربح بعد الضريبة / رأس المال المدفوع .

١٥- صافى الربح (الخسارة) إلى رأس المال ٪ :	يمثل العائد على الأموال المستثمرة ويحسب كما يلى : صافى الربح بعد الضريبة / إجمالى الأصول .
١٦-صافى الربح (الخسارة) إلى حقوق المساهمين ٪:	يمثل معدل العائد على حقوق المساهمين ويحسب كما يلى : صافى الربح بعد الضريبة / حقوق المساهمين .
١٧- نسبة التداول :	وهى توضح مدى مقدرة الشركة على تغطية الخصوم المتداولة من الأصول المتداولة .
١٨- نسبة السيولة :	وهى توضح مدى مقدرة الشركة على تغطية الخصوم المتداولة من الأصول المتداولة عدا المخزون .
١٩- معدل دوران إجمالى الأصول :	تبين مدى استغلال الشركة لأصولها ونشاط هذه الأصول فى توليد الإيرادات ويحسب كما يلى : المبيعات / إجمالى الأصول .
٢٠- معدل دوران المخزون :	وهو يشير إلى مدى كفاءة إدارة التسويق على تسويق منتجات الشركة ويحسب كما يلى : مبيعات السنة الجارية / مخزون السنة الجارية .
٢١- مضاعف إجمالى الأصول إلى حقوق المساهمين (مرة):	يمثل مدى إعتماد الشركة فى تمويل أصولها على حقوق المساهمين كما يلى : إجمالى الأصول / حقوق المساهمين .

٢٢- الأصول المتداولة إلى إجمالى الأصول (مرة) :	يمثل نسبة الأصول المتداولة من إجمالى أصول الشركة ويحسب كما يلى : الأصول المتداولة / إجمالى الأصول
٢٣- الأصول المتداولة إلى إجمالى المديونية (مرة) :	يمثل مدى قدرة الشركة على سداد مديونيتها فى الفترة القصيرة عن طريق الأصول المتداولة ويحسب كما يلى : الأصول المتداولة / إجمالى المديونية .
٢٤- مضاعف سعر الإقفال إلى الربح النقدى (مرة) :	يبين ما يدفعه المستثمر فى السوق لسهم شركة ما مقابل ما يحصل عليه من ربح موزع للسهم ويحسب كما يلى : سعر الإقفال آخر السنة / نصيب السهم العادى من الأرباح الموزعة .
٢٥- مضاعف سعر الإقفال إلى ربحية السهم (مرة) :	يبين المبلغ الذى سيدفعه المستثمر للحصول على جنيه واحد من الأرباح ويحسب كما يلى : سعر الإقفال آخر السنة / نصيب السهم من صافى الربح بعد الضريبة .
٢٦- نسبة العائد النقدى إلى سعر الإقفال ٪ :	وهى تمثل نسبة العائد النقدى الذى حققه السهم إلى سعر السهم السوقى فى نهاية السنة ويحسب كما يلى : نصيب السهم العادى من الأرباح الموزعة / سعر إقفال آخر السنة .

تطبيقات على هذه النسب والمؤشرات

يمكن على ضوء البيانات الآتية حساب أهم هذه النسب والمؤشرات كما يلى :

(علمًا بأن هذه البيانات خاصة بأحد البنوك المسجل اسمه بالبورصة) .

أولا : الأصول والخصوم / الأرباح والتوزيعات (بالألف جنيه مصرى) :

البيان / السنة	٢٠٠٦	٢٠٠٥
إجمالى الأصول	٣١٩٢٠٦٣	٢٥٥١١٧٥
الأصول السائلة	١٧٧١٩٣١	١٣٤٣٤٩٩
إجمالى المديونية	٣٠٥٦٦٣٥	٢٤٢٣١١٣
صافى الربح (أو الخسارة)	١٢٥٥٠	١٠٢٠٠
التوزيعات النقدية للسهم (بالقرش)	٢٠٠	١٤٥
الربح النقدى الموزع / صافى الربح ٪	٢٣,٩	٢١,٣
حصة السهم من صافى الربح (الخسارة) بالقرش	٨٣٦	٦٨٠

يستخلص من الجدول ما يلى فيما يتعلق ببيانات عام ٢٠٠٥ :

١- عدد الأسهم = $\frac{\text{صافى الربح}}{\text{حصة السهم من صافى الأرباح}}$ = ١٥٠٠,٠٠٠ سهم.

٢- حصة السهم من الأرباح = ٨٣٦ قرش .

٣- التوزيعات النقدية للسهم = ٢٠٠ قرش .

٤- حصة السهم من الأرباح المحتجزة = ٦٣٦ قرش .

٥- الربح النقدى الموزع / صافى الربح = ٢٠٠ / ٨٣٦ = ٢٣,٩٪ .

ثانيًا : رأس المال وحقوق المساهمين :

البيان / السنة	٢٠٠٦	٢٠٠٥
١- رأس المال المدفوع	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠
٢- الإحتياطيات والأرباح المرحلة	١٢٠٤٢٨	١١٣٠٦٢
٣- مجموع حقوق المساهمين = (١ + ٢)	١٢٥٤٢٨	١٢٨٠٦٢

ثالثًا : المؤشرات المالية :

البيان / السنة	٢٠٠٦	٢٠٠٥
١- الربح النقدى الموزع / حقوق المساهمين ٪	٢,٢٢	١,٦
٢- صافى الربح (الخسارة) / رأس المال ٪	٨٣,٦٧	٦٨,-
٣- صافى الربح (الخسارة) / إجمالى الأصول ٪	٠,٣٩	٠,٣
٤- صافى الربح (الخسارة)/ حقوق المساهمين٪	٩,٣	٧,٩
٥- القروض / الودائع	٠,٥	٠,٦
٦- القروض / إجمالى الأصول	٠,٣٥	٠,٤
٧- مضاعف إجمالى الأصول / حقوق المساهمين (مرة)	٢٣,٦	١٩,٩
٨- الأصول السائلة / إجمالى الأصول (مرة)	٠,٥٥	٠,٥
٩- الأصول السائلة / إجمالى المديونية (مرة)	٠,٥٨	٠,٥

رابعًا : صافى آخر ثلاث كوبونات تم صرفها :

رقم الكوبون	القيمة الصافية	تاريخ الصرف	جهة الصرف
١١	بالقرش	٢٠٠٤/٧/٤	مقر البنك
١٢	١١٤	٢٠٠٥/٧/٧	مقر البنك
١٣	١٤٥	٢٠٠٦/٧/٥	مقر البنك

خامسًا : الأسعار والتداول والقيمة من أول يناير إلى ٣١ ديسمبر :

البيان / السنة	٢٠٠٦	٢٠٠٥
١- عدد الأوراق المتداولة	١٠٥٠	١٧٣٠
٢- القيمة السوقية للأوراق المتداولة بالجنيه	١٦١٣٥	٤١٤٩٧
٣- متوسط القيمة السوقية للسهم بالقرش = بند (١١ / بند ٢٢) .	١٥٣٧	٢٣٩٩
٤- عدد الصفقات التى تمت خلال السنة	٧	١٢
٥- سعر الإقفال أول السنة بالقرش	١٥٥٠	٢٢٠
٦- سعر الإقفال آخر السنة بالقرش	١٥٢٠	١٥٥٠
٧- أعلى سعر خلال السنة بالقرش	١٦٣٠	٢٥٠٠
٨- أدنى سعر خلال السنة بالقرش	١٤٧٢	١٤٠٠

سادساً : مضاعف سعر الإقفال / الربح ونسبة العائد النقدى:

البيـــان / السنة	٢٠٠٦	٢٠٠٥
١- مضاعف سعر الإقفال / الربح النقدى (مرة)	٧,٦	١٠,٧
٢- مضاعف سعر الإقفال / ربحية السهم (مرة)	١,٨٢	٢,٣
٣- نسبة دوران السهم ٪	٠,١٣	٠,٢١
٤- نسبة العائد النقدى / سعر الإقفال	١٣,٢	٩,٣٥

يلاحظ من الجدول والجداول السابقة بالنسبة لعام ٢٠٠٦ ما يلى :

١- مضاعف سعر الإقفال / الربح النقدى

= ١٥٥٠ / ٢٠٠ = ٧,٦ مرة

حيث يقصد بسعر الإقفال للسهم - سعر الإقفال أول السنة بينما الربح النقدى - يقصد به التوزيع النقدى للسهم .

٢- مضاعف سعر الإقفال / ربحية السهم

= ١٥٥٠ / ٨٣٦ = ١,٨٢ .

٣- متوسط عدد الأوراق فى الصفقة الواحدة= $\frac{١٠٥٠}{٧}$ = ١٥٠ ورقة.

٤- نسبة العائد النقدى / سعر الإقفال ٪

= التوزيع النقدى للسهم / سعر الإقفال آخر السنة ٪

= ٢٠٠ / ١٥٢٠ = ١٣,٢٪

يلاحظ بالنسبة لهذا البنك ما يلى :

رأس المال المرخص به	٢٠ مليون جنيه .
رأس المال المصدر	١٥ مليون جنيه .
رأس المال المدفوع	١٥ مليون جنيه .

عدد الأسهم المقيدة بجدول الأسعار	١٥٠٠٠٠٠ سهم .
القيمة الإسمية للسهم	١٠ جنيهات .
راس المال المقيد بجدول الأسعار	١٥٠٠٠٠٠٠ جنيه .

نشير فى هذا الصدد إلى أنه يجب التعامل بنظام الوحدات بالبورصة كمدخل لتسهيل عملية التداول - بحيث تقسم الأسهم المبينة بأوامر البيع أو الشراء إلى وحدات كل وحدة مقدارها ١٠ أسهم مثلاً وتصبح هذه الوحدة عرفًا متفقًا عليه وبحيث تتداول كلمة وحدة التعامل هذه وتطبع فى الأوراق الرسمية كما هو متبع بالبورصات الأجنبية وان كانت وحدة التعامل تصل إلى ١٠٠ أو ١٠٠٠ سهم وهكذا ...

فمثلاً لو كان هناك أمر بيع لعدد ٢٠٠ سهم من أسهم الشركة أ فيكتب الأمر كما يلى :

عدد الأسهم ٢٠٠ عدد الوحدات ٢٠ لأن هذا النظام يحقق عدد من المزايا والتى يمكن تلخيصها على سبيل المثال [١] وليس الحصر كما يلى :

١- تقليل الأخطاء الكتابية الواردة فى أوامر البيع والشراء والتى تعتبر من اسباب تأخير عمليات تسجيل الأسهم التى يتم بيعها او شراؤها .

● سهولة مراجعة البيانات المالية الواردة فى الأوامر لأن عدد الوحدات هو مراجعة لعدد الأسهم وسهولة مراجعة السعر الإجمالى بالنظر إلى عدد الأسهم وسعر السهم .

٢- سهولة تجميع البيانات الإحصائية اللازمة للنشرات التى توزع يوميا .

٣- سهولة تجميع أرصدة المساهمين لدى الشركات التى يتم التداول على أسهمها فى البورصة ومطابقة أرصدة هؤلاء المساهمين مع العدد الإجمالى لأسهم رؤوس أموال هذه الشركات .

---

(١) محمد عز الدين - التعامل مع كسور الأسهم ... كيف ؟! الأحد الإقتصادى بتاريخ ١٩٩٥/٤/٩ .

والسؤال الذى يطرح نفسه الآن هو : ما مصير كسور الأسهم الذى يقل عددها عن ١٠ أسهم ؟ الإجابة هنا هى إحدى النتائج الجيدة لنظام التعامل بالوحدات فى البورصة .

حيث سيكون هناك بورصة تتعامل فى كسور الأسهم .

٤- الإعفاء من الضرائب التى تحصل بواقع ٢٪ من الفرق (الربح) الناتج عن شراء وبيع الأسهم .

٥- تخفض الرسوم والدمغة بالقدر الذى تراه هيئة سوق المال على عمليات التداول لهذه الأسهم .

٦- يتم التعامل على هذه الأسهم مباشرة بدون وساطة السماسرة مع إدارة متخصصة تنشئها هيئة سوق المال داخل البورصة لإدارة هذه العمليات وبدون مصاريف سمسرة أيضاً .

٧- لا يسمح بتنفيذ أمر بيع لعدد من أسهم تسلخ من وحدة كاملة عند عملية التسجيل .

٨- أن يتم التداول لكسور الأسهم بسعر يقل عن سعر تداول الوحدات بنسبة تتراوح من ١٪ إلى ٥٪ حسب ما تقرره هيئة سوق المال.

- أن تتم العمليات فورية طالما وجد بائع ومشتر لسهم معين فى لحظة معينة .

وذلك بنظام قسائم التملك الفورية التى يصدرها الكمبيوتر فوراً وتوقع من مندوب الشركة المصدرة للأسهم ومندوب من البورصة هذه بعض القواعد العريضة لهيكل بورصة كسور الأسهم والآن نلقى نظرة سريعة على بعض النتائج لبورصة كسور الأسهم .

إن ٢٠ جنيهًا كافية للدخول إلى هذا العالم الجديد على صغار المستثمرين (لشراء سهم) .

فهى فرصة لخوض التجربة عمليًا للتعرف على نظام البورصة وطريقة التداول والشركات المسجلة ... الخ .

ويمكن أيضًا إنشاء بورصة داخل البورصة للتعامل فى كسور الأسهم .

قائمة المراجع

أولا- المراجع العربية :

١- د. محمد سويلم - إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية - بدون ناشر ، بدون سنة نشر .

٢- لسان العرب ، لابن منظور ، ٦/٤٣٥ ، ٤٣٦ ، طبعة دار إحياء التراث العربى ، مؤسسة التاريخ العربى - بيروت الطبعة الثالثة ١٤١٩هـ - ١٩٩٩م .

٣- المعجم الوجيز ، ص ٣٢٩ ، طبعة وزارة التربية والتعليم .

٤- فتح البارى بشرح صحيح البخارى ، لابن حجر ، ٤/٣٤٢ ، تحقيق / محمد فؤاد عبد الباقى ، محب الدين الخطيب ، طبعة دار المعرفة - بيروت ١٣٧٩هـ .

٥- أ/ أحمد محيى الدين حسن : عمل شركات الاستثمار ، ص ٧ ، طبعة بنك البركة الإسلامى ، البحرين ، الطبعة الأولى ١٤٠٧هـ .

٦- أ. محمود أمين زويل - بورصات الأوراق المالية - دار المعرفة للطباعة والنشر ، الاسكندرية ٢٠٠٠ .

٧- د. ضياء مجيد - البورصات - مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ، ٢٠٠٥ .

٨- د. سعيد مفيد دوبان - أهمية المعلومات المحاسبية فى سوق الأوراق المالية - مجلة البحوث الإدارية - العدد الرابع ١٩٨٥ .

٩- أحمد فهمى الإمام ، أسواق الأوراق المالية فى البلاد العربية ، بروكسل ، ١٩٧٩ .

١٠- فريدى باز ، بورصة الأوراق المالية وإدارة المحافظ ، إتحاد المصارف العربية .

١١- إبراهيم على عبد الله إبراهيم ، وشيرين ياسين محمد الحمدانى ، مؤسسات مالية متخصصة ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، ١٩٩٠ .

١٢- دكتور محمد العظمة ، « دور المعلومات المحاسبية فى سوق الأوراق المالية » ، المحاسبة تصدرها جمعية المحاسبة - كلية التجارة والإقتصاد والعلوم السياسية - جامعة الكويت - العدد الثانى عشر - ١٩٨٣ .

١٣- د. صادق حنين - بحوث فى أعمال البورصات - مجلة القانون والاقتصاد - السنة الثانية ١٩٣٨ .

١٤- د. أحمد محمد لطفى أحمد - معاملات البورصة - دار الفكر الجامعى - الاسكندرية ٢٠٠٦ .

١٥- د. وهبة الزحيلى - السوق المالية ، ص ١٣١٩ ، ١٣٢٠ ، مجلة مجمع الفقه الإسلامى ، العدد ٦ ، الجزء الثانى ١٩٩٠م .

١٦- د. محسن عاطف ، التمويل والاستثمار فى أسواق راس المال ، مطابع الولاء الحديثة بنها ٢٠٠٠ ص ٢٣ .

١٧- د/ عبد الفضيل محمد أحمد : بحوث فى أعمال البورصات، ص ١٢ وما بعدها.

١٨- د. سيد محمد جاد الرب وأخرون ، إدارة المنشآت المالية - مدخل تحليلى معاصر - بدون ناشر ٢٠٠١ ص ٦٠ وما بعدها .

١٩- موقع www. islamonlain على شبكة المعلومات .

٢٠- د/ منير إبراهيم هندى : الأوراق المالية وأسواق راس المال ، ص ٦٧٠ .

٢١- أحمد سعد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية - كلية التجارة ، جامعة القاهرة ١٩٩٤ ص ١٦ .

٢٢- د. محمد مطر - إدارة الاستثمارة - مؤسسة الدراق - عمان ١٩٩٩ .

٢٣- د. عبد الغفار حنفى - البورصات - المكتب العربى الحديث - الاسكندرية .

٢٤- د. عبد العاطى لاشين ، إدارة المنشآت المالية - مطابع الدار الهندسية - القاهرة ٢٠٠٤ ص ٣٩٩ وما بعدها .

٢٥- د. أحمد ابراهيم عبد الهادى - الإدارة المالية - مدخل معاصر . غير معين الناشر وسنة النشر ص ٢٣٥ وما بعدها .

٢٦- سوق المال، القانون واللائحة التنفيذية كتاب الأهرام الاقتصادى ،

العدد ٦٣ مايو ١٩٩٣ من ٩ - ١٣ بتصرف .

٢٧- د. زياد رمضان وأخرون ، الاتجاهات المعاصرة فى إدارة البنوك، دار وائل للنشر، عمان ٢٠٠٠ ص ٢٨٤ وما بعدها .

٢٨- د. زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالى والحقيقى ، دار وائل للنشر ، عمان، ١٩٩٨ ، ص ٨٩ .

٢٩- محفوظ أحمد جودة « الاستثمار فى العقود المستقبلية » ، جمعية البنوك فى الأردن ، العدد الأول ، المجلد الثالث عشر آذار ، ١٩٩٩ ، ص ٥١ - ٥٣ .

٣٠- د. حسنى خربوش ، د. عبد المعطى أرشيد ، محفوظ جودة ، الأسواق المالية : مفاهيم وتطبيقات (عمان ، دار زهران للنشر والتوزيع ١٩٩٨) ص ١٧٦ .

ثانياً- المراجع الأجنبية :

-Ingram, Robert W., and Eugene G. Chewning, " The Effect of Financial Disclosure Regulation on Security Market Behavior", The Accounting Review, Vol. LVIII, No. 3 July 1983, pp. 562 - 580 .

-Bird, Ronald G, and Stuart M : Locke, " Financial Accounting, Reports : A Market Model of Disclosure " , Journal of Business Finance and Accounting, International Quarterly, Vol. 8, No. 1, Spring 1981, pp. 27 - 44.

- .R. Frank, J.E. Broyles , Modern Manageraial Finance, P. 97 .
Edwin J. Elton, Matrin O. Gurber , Modern Profolio theory and Investment Analusis, P. 399 .

-Robert C. Higgins op. cit., P. 168.

- Risk- based Capital Requirements.

- Tgomas D. Simpson, Money, Banking & Economic Analysis, P. 145 .

- Edward W. Reed, Edqard K. Gill, Commercial Banking, P. 379.

- George H. Hempel, Donald G. Simonson, Alan B. Coleman, Op. cit., P. 66.

-Lewis Mandell, and Thomas Obrein, Investments (N.Y. Macmillan Publishing, 1992) , P. 262.

- John Hull. Options, Futures , and ithe Derivatives Securities, N.J. Prentice Hall, 1989, p. 9.